



Nagoya City University Academic Repository

学位の種類	博士（経済学）
報告番号	甲第1542号
学位記番号	第59号
氏名	棚橋 則子
授与年月日	平成 28年 3月 25日
学位論文の題名	経営者予想情報に対する市場の反応とガバナンス要因の分析
論文審査担当者	主査： 吉田 和生 副査： 茨木 智, 奥田真也

経営者予想情報に対する市場の反応とガバナンス要因の分析

平成 27 年度 博士論文

提出日

平成 27 年 12 月 14 日

名古屋市立大学大学院経済学研究科

経営学専攻

学籍番号 1 2 3 6 5 2

氏 名 棚橋 則子

目次

第1章 序	5
1.1 経営者予想情報の概要.....	5
1.2 経営者と投資家それぞれに対する経営者予想情報.....	7
1.3 問題提起と本論文の目的.....	7
1.4 本論文の構成.....	8
第2章 経営者予想情報の歴史と現在	11
2.1 はじめに.....	11
2.2 経営者予想情報の歴史.....	12
2.3 現在の経営者予想情報制度.....	14
2.4 予想修正.....	14
2.5 おわりに.....	16
第3章 先行研究	18
3.1 はじめに.....	18
3.2 経営者予想情報に対する市場の反応に関する研究.....	18
3.3 経営者予想情報の決定要因に関する研究.....	20
3.4 おわりに.....	22
3.4.1 本章のまとめ.....	22
3.4.2 分析課題.....	23
第4章 経営者予想情報と実績情報に対する市場の反応	25
4.1 はじめに.....	25
4.2 先行研究.....	26
4.2.1 経営者予想と市場の反応に関する研究.....	26
4.2.2 経営者による予想開示行動に関する研究.....	26
4.3 検証仮説.....	27
4.4 分析方法とサンプル.....	28
4.4.1 分析方法.....	28
4.4.2 サンプル.....	29

4.5	分析結果	29
4.5.1	実態調査	29
4.5.2	市場の反応に関する分析結果	30
4.6	おわりに	31
第5章	ガバナンス構造の違いが経営者予想の正確度に与える影響	38
5.1	はじめに	38
5.2	先行研究	39
5.3	検証仮説	40
5.3.1	経営者に対する企業内部からのモニタリング	41
5.3.2	経営者に対する企業外部からのガバナンス	42
5.4	分析方法とサンプル	43
5.4.1	経営者予想の正確性	43
5.4.2	分析モデル	43
5.4.3	サンプル	45
5.5	分析結果	46
5.5.1	記述統計	46
5.5.2	モニタリングやガバナンスが経営者の予想の正確度に与える影響	47
5.6	おわりに	50
第6章	結び	58
6.1	各章の要約と発見事項	58
6.2	今後の研究課題	61
	参考文献	62

図表一覧表

	ページ
図表 4-1 記述統計量と予想誤差	33
図表 4-2 予想情報の情報内容割合	34
図表 4-3 予想情報と実績情報に対する市場の反応	35-36
図表 4-4 予想情報と実績情報に対する市場の反応	37
図表 5-1 変数の定義	53
図表 5-2 記述統計量	54
図表 5-3 相関係数	55
図表 5-4 分析結果（企業規模あり）	56
図表 5-5 分析結果（企業規模なし）	57

第1章 序

1.1 経営者予想情報の概要

わが国では、事業年度終了後に公表される決算短信において、当期の実績に関する情報と共に、翌期の売上高や経常利益などの公表が行われている。つまり、約1年前に、経営者から、翌期の売上高や経常利益がいくらになるのか、具体的な数値をもって公表されるのである。このような情報を、経営者予想情報(management forecast)という。

経営者予想情報の公表自体は、わが国だけで行われているものではない。米国を始め、他国でも行われている¹。しかし、わが国の経営者予想情報は、他にはない3つの大きな特徴を有している。以下では、比較対象として米国を取り上げ、わが国の経営者予想情報の3つの特徴について述べる。まず、第1の特徴として、わが国では、証券取引所が経営者予想情報を開示するように要請しているため、ほぼ全ての上場会社が予想値の公表を行っているという点である。経営者予想情報は、決算短信のサマリー情報に記載されている²。上場会社が決算短信を作成する際には、作成要領や会社情報適時開示ガイドブックに基づいて行われる。その中に「将来予測情報の積極的な開示の要請」があり、そこでは「東証では、上場企業と投資者との間の重要な情報格差を解消し、投資者との充実した対話を通じて証券市場における公正かつ円滑な価格形成を確保する観点から、上場会社が、それぞれの実情に応じて将来予測情報の積極的な開示に取り組むよう要請しています。」と記述されている。直近3年間の経営者予想情報の開示状況を見ても、予想値の開示を行った上場会社の割合は、平成25年3月期96.4%、平成26年3月期96.8%、平成27年3月期96.7%と非常に高い³。これに対し、米国では、わが国のように証券取引所による要請は行われていない。経営者予想情報は、経営者が自発的に行う情報とされている。太田・姜(2011)によると、米国での経営者予想情報の開示は、2010年で約46%であることが示されており、近年では、経営者予想情報自体を廃止する動きが進んでいることが述べられている。

¹ 米国やイギリスなど他国の経営者予想情報については、古賀編(1998)、太田・姜(2010)を参照されたい。

² 決算短信は、サマリー情報と添付資料の2つで構成されている。サマリー情報には、証券取引所が定めた様式に従って、上場会社の決算内容の要約が、添付資料には、経営成績に関する分析や経営方針など証券取引所が求めている最低限開示すべき内容が記載されている(東京証券取引所「会社情報適時開示ガイドブック」(419頁))。

³ わが国の経営者予想情報の開示割合が高いのは、最近に限ったことではない。林(2012)によれば、昭和55年でも上場会社の9割強が経営者予想情報の公表を行っていたことが示されている。

第2の特徴は、経営者予想情報の公表の形式が、ある程度決められている点である。現在、作成要領で求めているのは連結の予想値で、その主な開示項目は、売上高、営業利益、経常利益、親会社株主に帰属する当期純利益、1株当たり当期純利益の5つである⁴。以前は、これら5つの項目について具体的な数値によって記載することを求めていたが、平成24年3月期からは、開示項目の増減や数値ではなく文章による説明も認めるなど、情報の内容について弾力化が行われている。しかし、東京証券取引所が公表している「決算短信発表状況の集計結果」によると、平成27年3月期に経営者予想情報を公表した上場企業2,288社(96.7%)のうち、文章など自由に記載する形で公表した上場企業は7社(0.3%)のみであることが示されている。つまり、多くの上場企業が、従来通り具体的な数値で公表していることがわかる。これに対して、米国では、経営者予想情報の公表の仕方として、数値(point)による予想、範囲(range)による予想、良いや悪いといった質的(qualitative)な予想の3つがあるが、わが国の予想と同じである数値による予想はあまり行われていない。

第3の特徴として、予想値の公表後に、予想値の修正が行われる点である。事業年度終了後に公表される決算短信で、予想値を公表したらそれで終わりというわけではない。その後、公表した予想値と重大な差異が生じることが判明した際には、金融商品取引法などに基づき、速やかに「業績予想の修正」を公表しなければならない。このような制度は、米国にはない。

以上、わが国の経営者予想情報の特徴を端的にまとめると、次のとおりである。

- (1) 証券取引所の要請によるものであるが、ほぼ全ての上場会社が経営者予想情報の公表を行っている。
- (2) 通常、予想項目は、売上高、営業利益、経常利益、親会社株主に帰属する当期純利益、1株当たり当期純利益の5つである。予想項目の増減や文章などによる記述も認められているが、ほとんどの上場会社が具体的な数値によって公表している。
- (3) 予想値の公表後、新しく算定した予想値との間に重要な差が生じた場合には、金融商品取引法などに基づき予想値の修正が行われる。

⁴ 営業利益は、2007年3月期から開示が要請されている。また、作成要領は、会計基準や会社法の改正に伴って改正が行われる。現在の作成要領は、平成27年3月版のものであり、以前の作成要領では「親会社株主に帰属する当期純利益」が「当期純利益」となっている。

1.2 経営者と投資家それぞれに対する経営者予想情報

経営者と投資家は、それぞれ経営者予想情報についてどのように考えているのであろうか。経営者は、証券取引所からの要請に基づき、予想値の開示を行っている。昨今、経済状況は日々目まぐるしく変化する。そのような状況の中で、これから1年先の見通しを具体的な数値をもって行うことは、非常に困難なことであるように思われる。しかし、東京証券取引所が2009年に公表した「ディスクロージャー制度等に関する上場会社アンケート調査報告書」によると、上場会社の95.8%が、経営者予想情報は投資家の意思決定に重要な情報であると考えていることが示されている。また、経営者予想情報が広く定着していることから、このまま大きく見直す必要はないと考えている上場会社が50.6%あることも示されている。この結果を考えると、経営者にとって、経営者予想情報の開示は要請によるものというよりはむしろ、投資家に対して開示すべき情報である、と認識しているように感じられる。

投資家にとっては、経営者予想情報はどのような情報なのであろうか。これを、直接的に調査した研究やアンケートはあまり存在しないが、東京証券取引所が2005年に行った「決算短信に関する一般投資家へのアンケート調査結果」がある⁵。これによると、決算短信の中で利用頻度が高いものとして、「翌期の連結業績の予想数値」があげられている。このことから、投資家は経営者予想情報に注目しており、投資の意思決定の際には、経営者予想情報を利用していると考えられる。

1.3 問題提起と本論文の目的

前節までの内容をふまえて、2つの問題を提起する。第1の問題として、市場は経営者予想情報をどのように評価しているのか、という点である。投資家は、企業が公表する情報などを基に、投資の意思決定を行っている。そして、様々な情報の中でも、経営者予想情報は、内部情報を保持している経営者自ら公表することから、投資家の注目度も高く、意思決定の際の重要な情報となっている。しかし、投資家は経営者予想情報を有用な情報として評価し

⁵ 2013年1月に東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合し日本取引所グループとなったことに伴い、過去に東京証券取引所が行った決算短信に関する様々なアンケート調査の結果などは現在閲覧することはできない。「決算短信に関する一般投資家のアンケート調査結果」の一部が、上場制度整備懇談会の第32回議事要旨や円谷(2008)などで引用されている。

ているのだろうか。わが国では、事業年度終了後の決算短信において、翌期の予想値の公表が行われるが、それと同時に当期の実績値の公表も行われている。実績値は、企業が1年間行ってきた事業活動の最終的な結果である。これに対し、経営者予想情報は予想であり、最終的には予想と異なる結果になるかもしれない。投資家が、経営者予想情報を利用していることはアンケートからも明らかにされているが、経営者予想情報と実績値を比較した場合には、投資家の評価は異なる可能性がある。

第2の問題は、そもそも経営者予想情報は、正確度の高い情報なのか、という点である。たとえ、市場が経営者予想情報がある程度評価していることが明らかになったとしても、その情報が正確でなければ意味がない。しかし、経営者予想情報は予想であり、結果を約束するものではない。もしかしたら、1年後は予想値と大きく異なる結果になるかもしれない。さらに、経営者と投資家の間には、大きな情報較差が存在する。また、経営者は、自分達が公表する経営者予想情報が投資家にとって重要な情報であることも認識している。もしかしたら、経営者はこの情報較差を利用して、予想値を必ず達成するような値にしたり、過度に保守的な予想値を公表するかもしれない。経営者予想情報は、情報較差の解消や公正かつ円滑な価格形成を目的として公表が要請されている⁶。経営者自身が、保持している情報を反映させた予想値を公表するように努力しなければ、この目的は達成されず名目的なものになってしまう。

そこで本論文の目的は、わが国の経営者予想情報について、実証的な分析を行うことによって、(1)市場はどのように評価しているのか、(2)正確度の高い情報なのか、という2つの問題を解明することである。2つの問題の解明を通じて、わが国の経営者予想情報に対する実証的な証拠とインプリケーションを提供することを試みる。

1.4 本論文の構成

本論文の構成は以下のとおりである。まず、第2章では、わが国の経営者予想情報の歴史についてまとめている。わが国において、経営者予想情報がどのようにして、現在に至っているのか。これらをまとめることによって、以後の章での経営者予想情報に関する議論や解釈を深めることを目的としている。また、経営者予想情報は一度開示したら、それで終わり

⁶ 東京証券取引所(2015)参照。

ではない。すでに公表した予想値に重大な差が生じた場合には、金融商品取引法に基づき、速やかに「業績予想の修正」を開示しなければならない。したがって、第 2 章において予想修正の歴史についてもとりあげている。経営者予想情報の歴史をまとめると、(1)経営者予想の開示は、記者クラブからの要請により始まったこと、(2)当時開示が求められていた項目は現在とほとんど差はないこと、(3)昭和 55 年に記者クラブから証券取引所へ移管されたこと、(4)現在は従来よりも柔軟な予想値を開示することができること、が明らかになった。

第 3 章では、経営者予想情報に関する先行研究のサーベイを行っている。経営者予想情報に関する研究は、国内外で多数行われている。ここでは、特に、本論文の 2 つの問題を中心にサーベイを行っている。具体的には、第 1 の問題に関連して「経営者予想情報に対する市場の反応に関する研究」を、第 2 の問題に関連して「経営者予想情報の決定要因に関する研究」のサーベイしている。先行研究の結果を体系的にまとめることで、現在までに、経営者予想情報に関してどれだけのことが分かっているのか明らかにすることを目的とする。経営者予想情報に対する市場の反応に関する研究では、市場は経営者予想情報に対して反応を示していること、経営者予想情報の内容によっても反応が異なることなどが明らかにされている。経営者予想情報の決定要因に関する研究では、財務的に困窮している企業や倒産直前の企業の経営者予想は楽観的であることなどが明らかにされている。

第 4 章では、経営者予想情報と実績情報に対する市場の反応の比較を行っている。これは、第 1 の問題である「市場は経営者予想情報をどのように評価しているのか」に対応している。わが国の経営者は、決算短信において、翌期の業績予想の公表を行う。そして、期中では、四半期決算短信や業績予想の修正において、公表済みの予想値の修正が行われる。つまり、最初の予想から、期中の修正、最終的な結果である実績値まで、経営者は一年を通じて継続的に情報の開示を行っている。また、最近では、情報が一年間継続して行われることを利用して、経営者は情報に対する市場の反応を調整しようと考えていることを示唆する研究結果が示されている。このような経営者の行動の背景には、経営者予想情報や実績情報に対して、市場の評価が異なると考えている可能性がある。実際に、市場は経営者予想情報と実績情報をどのように評価しているのだろうか。これを明らかにするために、経営者予想情報と同時に公表される実績情報に対する市場の反応の比較を行っている。分析の結果、売上高は予想情報をより評価していること、経常利益と当期純利益は短期的には実績情報をより評価しているが、長期的には予想情報と実績情報を同等に評価していること、一株当たり当期純利益は、予想情報と実績情報を同等に評価していることが明らかになった。つまり、市場は 4

つある予想項目の中でも、項目によってそれぞれ評価が異なることを示唆している。

第5章は、「経営者予想情報は、正確度の高い情報なのか」という第2の問題の解明に取り組んでいる。投資家にとって、いくら予想情報が意思決定の際の重要な情報であっても、その情報が正しくなければ意味がない。経営者は、予想値をある程度自由に決めることができる。もし、投資家が経営者によって裁量を加えられた予想値を基に意思決定を行えば、その後大きな損失を被るかもしれない。そこで、予想値に裁量を加えないよう経営者の行動を規律づける仕組みであるガバナンス構造に焦点をあて、経営者予想情報の正確度との関係进行分析している。分析の結果、企業内部からの経営者に対するモニタリングは、経営者予想の正確度に影響を及ぼさないのに対し、企業外部からの経営者に対するガバナンスは、経営者予想の正確度に影響を及ぼすことが明らかになった。

第6章では、各章の要約と発見事項についてまとめ、わが国の経営者予想情報に対するインプリケーションを示し、最後に今後の研究課題について述べている。

第2章 経営者予想情報の歴史と現在

2.1 はじめに

毎年5月頃になると、新聞やニュースで、主要な上場企業がどのような翌年3月期の予想値を公表したのかという報道が行われる。年度の途中で、予想値の修正が行われることになった際も、新聞などで大きく取り上げられる。このことから、経営者予想情報は広く浸透し、定着していると考えられる。しかし、一つの情報が広く定着するまでには、当然長い年月がかかることが予想される。國村・久保(2013)は、「業績予想の開示という上場企業にとって受け入れにくい慣行が定着したのは、記者たちの熱意と東証の地道な努力によるところが大きい」と述べている。本論文の第4章と第5章で、経営者予想情報の実証的な分析を行っているが、分析結果の解釈や議論を深めるためにも、経営者予想情報がどのような経緯を経て現在に至っているのか整理しておく必要がある。そこで本章では、経営者予想情報の歴史について説明している。また、わが国では、事業年度が進み、公表した予想値に重大な差が生じた場合には、直ちにその予想値を修正しなければならない。そこで本章では、予想修正についても説明している。

本章の構成は次の通りである。まず、2.2節では経営者予想情報の歴史についてまとめ、2.3節で現在の経営者予想情報の制度について述べる⁷。そして、2.4節では予想修正について述べ、最後に2.5節で本章のまとめを行い、この後の章で行う分析課題の提示を行う。國村・久保(2013)でも述べられているように、現在のような制度になるまでには、東京証券取引所(以下、「東証」という。)による貢献が非常に大きい⁸。したがって、本章では、東証が行ってきた取り組みを中心にまとめることとする。

⁷ 広辞苑によると、「制度」には、「制定された法規。国のおきて。」という意味の他に、「社会的に定められている、しくみやきまり。」という意味がある。経営者予想情報は、証券取引所からの要請によるものであることを考えると、経営者予想情報も制度であると言える。

⁸ 他の証券取引所は、東京証券取引所を追随する形で改正が行われる。

2.2 経営者予想情報の歴史

経営者予想情報の歴史は、開示を要請する主体が変わる昭和 55 年を境に、前後 2 つに分けられる。

(1) 昭和 55 年以前⁹

現在、証券取引所からの要請という形で翌期の予想値の開示が行われているが、最初は東証内にある記者クラブ（兜倶楽部）からの要請によって始まったものである。当時、事業年度が終了し決算内容が確定すると、記者クラブにて上場会社による決算発表が行われていた。その決算発表の際、記者クラブから会社に対して共通の質問事項があり、その中に翌期の予想値を記載する欄があったことが始まりである。この共通の質問事項を定型化したものが決算短信であり、当時記者クラブが開示を求めていた予想項目は、売上高、経常利益、当期純利益、配当の 4 項目である。東証が上場会社に対して初めて適時開示の要請を行ったのが、1974 年(昭和 49 年)6 月に全上場会社に対して送付された「会社情報の適時開示に関する要請」であることを考えると、経営者予想情報は実務側からの要請という形で始まった非常に珍しい歴史ある情報であると言える。その後、1980 年(昭和 55 年)には、長年記者クラブが行ってきた決算短信の改訂を全国の証券取引所で構成される全国証券取引所協議会が引き継ぐことになり、ここから証券取引所を主体とした決算短信への様々な取り組みが行われることになる。引き継ぎの際にも、翌期の予想値の開示については廃止されることなく、今までの慣行を継続する形で要請が求められている。

(2) 昭和 55 年以降¹⁰

その後は、東証を中心として、その時代における政府の方針や社会環境の変化をふまえ、決算短信の更なる見直しが進められてきた。以下では、過去に行われた見直しのうち、経営者予想情報に関するもののみを取り上げる。

①平成 19 年改正

2005 年(平成 17 年)、金融商品取引法に基づく情報開示と決算短信の報告内容が重複していることや、それに伴い迅速な決算発表が制約されること、また、EDINET¹¹の稼働により投資

⁹ 昭和 55 年以前の歴史については、飯沼(2006)、東京証券取引所(2000)、土本・飯沼(2007)、日本証券経済研究所(2011)、林(2012)を参照している。

¹⁰ 昭和 55 年以降の経営者予想情報の歴史は、東京証券取引所(2010)、土本・飯沼(2007)、林(2012)を参照している。

¹¹ EDINET(Electronic Disclosure for Investors' Network：金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム)とは、インターネット上で開示書類を提出したり、閲覧したりすることができるシステ

家が容易に金融商品取引法に基づく開示書類にアクセスすることが可能であるという現状をふまえ、同年8月、東証は「決算短信に関する研究会」（座長 黒沼悦郎早稲田大学大学院教授）を設置し、決算短信の見直しを行った。その後、2006年(平成18年)3月に同研究会から、議論を取りまとめた「決算短信に関する研究会報告～決算情報のより適切な開示に向けて～」が公表された。それを受けて、東証は、同年8月に決算短信を全体的に見直し、2007年(平成19年)3月期から、営業利益の予想値の開示を行うことや数値だけではなく予想値の背景についても具体的に開示することを求めることになった。

②平成23年改正

2010年(平成22年)6月には、閣議決定された「新成長戦略～「元気な日本」復活のシナリオ～」の「Ⅶ 金融戦略」にて、2010年度に実施する項目の中に「取引所における業績予想開示の在り方の検討」が掲げられた。さらに、金融庁も同年12月に「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン～新成長戦略の実現に向けて～」において、同年中に取引所等の関係者による業績予想開示の在り方について検討を行うことを示している。そこで、東証は日本証券経済研究所に「上場会社における業績予想開示の在り方に関する研究会」（座長 伊藤邦雄一橋大学大学院教授）を設置し、同研究会に対して客観的な立場から経営者予想情報の望ましい方向性を取りまとめるよう委託した。そして、2011年(平成23年)7月、同研究会は「上場会社における業績予想開示の在り方に関する研究会報告書」として、東証に提言を行っている。また、東証自身においても、2011年(平成23年)10月に「上場制度整備懇談会」にて翌期の予想値の開示に関する検討が行われた。これらを受け、2011年(平成23年)12月、東証は予想値の開示形式を、数値によって開示する様式か、経営指標や将来の見通しに関する記述など自由に記載する様式のどちらか選択することができるようにし、予想の開示を行わない場合や独自形式で行う場合の事前相談やその理由の開示など予想値の開示を強制していると捉えかねない要請を廃止した。

なお、2011年(平成23年)以後も、会計基準の変更や会社法の改正に伴う軽微な修正は行われているが、大きな変更点はない。

ムであり、金融庁が運営を行っている。このEDINETに関しては、金融商品取引法第27条の30の2から30の11までに規定されている。

2.3 現在の経営者予想情報制度

経営者予想情報は、従来と変わらず決算短信のサマリー情報に記載されている。予想の公表形式は、数値によって開示する「表形式」か、経営指標や将来の見通しに関する記述など自由に記載する「自由記載形式」のどちらかを選択することができる。予想値を「表形式」で開示する場合は、通常「売上高」「経常利益」「営業利益」「親会社株主に帰属する当期純利益」「1株当たり当期純利益」の5項目について行われる。しかし、必ずこの5つを公表しなければならないわけではない。上場会社それぞれの実情に合わせて、予想項目の追加又は削除、開示形式の変更も認められている。平成24年以前は、必ず上記の5つの予想項目を数値にて開示しなければならなかった。このことを考えると、現在は、企業ごとに異なる経済状況を予想値に反映させやすい柔軟な制度になっている。

2.4 予想修正¹²

従業員や役員など企業内部にいる者は、企業の経営方針や設備投資計画など外部の者が知り得ない重要な情報に常に接している。このような内部情報を利用すれば、他の投資家よりも有利に有価証券の売買を行うことが可能である。しかし、それでは投資家間で著しく不公平が生じ、市場の公正性や健全性がなくなり、最終的には信頼を失うことになる(松尾(2015))。このことから、金融商品取引法では、第166条1項において、会社関係者で、上場会社等に係る業務等に関する重要事実を知った者は、その重要事実が公表される前に有価証券の売買などを行うことを禁止している。これを、インサイダー取引(内部者取引)規制と言う。様々な情報の中でも、どのようなものが重要事実にか該当するのかについては、金融商品取引法第166条2項の各号にて規定されている¹³。その中の3号に、経営者予想情報に関する規定があり、売上高、経常利益、純利益、剰余金の配当について、公表済みの直近の予想値と最新の予想値または最終的な実績値を比較して、重要な差異が生じた場合にはそれを重要事実とすることが規定されている。つまり、重要な差異が生じたことを公表せずに、会社関係者が有

¹² 金融商品取引法のインサイダー取引(内部者取引)規制については、川村(2014)、服部(2014)、松尾(2015)、松岡(2014)を参照している。

¹³ 重要事実にか該当するものとして、株式分割や株式交換といった決定事実、主要株主の移動などの発生事実、子会社に関する情報などがある(川村(2014)、服部(2014)など)。

価証券の売買などを行えば、インサイダー取引規制に該当することになる。重要な差異の基準については、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令第 51 条に規定されており、以下のとおりである。なお、直近の予想値を公表していない場合は、すでに公表された前年度の実績値が基準になる。

- ・売上高

直近の予想値と比べて、10%以上変動した場合

- ・経常利益

直近の予想値と比べて、30%以上変動した場合、かつ、前期末の純資産の 5%以上変動した場合

- ・当期純利益

直近の予想値と比べて、30%以上変動した場合、かつ、前期末の純資産の 2.5%以上変動した場合

- ・剰余金の配当

直近の予想値と比べて、20%以上変動した場合

東証も、このインサイダー取引規制に伴い、有価証券上場規程第 405 条 1 項において、売上高等について、公表済みの直近の予想値と最新の予想値または当年度の実績値を比較して重要な差異が生じた場合には、その内容を公表しなければならないことを規定している(太田(2008))。重要な差異の基準についても、有価証券上場施行規則第 407 条にて規定されており、その内容は以下のとおりである。

- ・売上高

直近の予想値と比べて、10%以上変動した場合。

- ・営業利益

直近の予想値と比べて、30%以上変動した場合。ただし、直近の予想値や前年度の実績値が 0 の場合は、この基準に該当することになる。

- ・経常利益

直近の予想値と比べて、30%以上変動した場合。ただし、直近の予想値や前年度の実績値が 0 の場合は、この基準に該当することになる。

・当期純利益

直近の予想値と比べて、30%以上変動した場合。ただし、直近の予想値や前年度の実績値が0の場合は、この基準に該当することになる。

金融商品取引法の基準と東証の基準の違いとして、金融商品取引法の基準では営業利益は対象外であることや東証では剰余金の配当については差異の基準が定められていないことがあげられる。しかし、一番大きな違いは、東証の基準の方が、金融商品取引法の基準よりも緩やかなことである。経常利益と当期純利益をみると、両方ともに30%以上変動した場合は同じであるが、金融商品取引法の基準はさらに、前期末の純資産の5%以上変動した場合も基準とされている。このことを考えると、東証の基準に基づいて予想の修正を行った際、場合によってはインサイダー取引規制に抵触する可能性がある。したがって、ほとんどの上場会社は、金融商品取引法の規定に基づいて、予想の修正を行っている¹⁴。このことから、予想修正は、決算短信時に公表される予想値とは異なり、法律に基づく開示であると言える。

2.5 おわりに

経営者予想情報が、わが国でどのような経緯で始まり、どのような変化を経て、現在に至っているのか。本章では、経営者予想情報の歴史や現在の制度について整理した。内容をまとめると、以下のとおりである。

まず、わが国の経営者予想情報の始まりは、東証内にある記者クラブの要請であった。つまり、実務からの要請によって始まったものである。また、当時開示が求められていた予想項目は、売上高、経常利益、当期純利益、配当の4項目であり、現在とほとんど変わらなかった。その後、昭和55年に、記者クラブから全国の証券取引所で構成される全国証券取引所協会に移管されたが、この経営者予想の開示も引き継がれることになった。これらのことから、現在とは要請の主体は異なっていたものの、かなり早い段階から現在の形式に近い形で、次期の予想値の開示が行われていた。その後も、証券取引所が主体となって、様々な見直しが行われている。主な見直しとして、営業利益の追加、予想項目の増減や文章による記述の容認などである。以前は、開示すべき予想項目も決められており、かつ、具体的な数値で行

¹⁴ 金融商品取引法で定められている重要事実が、公衆縦覧に供されればインサイダー取引規制は解除されることになる(鈴木(2014))。

うことが求められていた。しかし、現在は、企業の実情に合わせて幅広い予想値の公表が行うことができるようになっている。

一方、予想修正は、金融商品取引法のインサイダー取引規制に基づいて行われている。もちろん、証券取引所においても、インサイダー取引規制の施行に基づき、予想修正に関して規定が行われた。しかし、修正すべき基準の範囲は、金融商品取引法よりも広い。したがって、上場会社は、インサイダー取引規制に抵触することを恐れ、金融商品取引法の基準に基づき、予想の修正を行っている。つまり、予想修正は法律に基づく開示であると言える。

ここまで、経営者予想情報の歴史や経緯についてまとめてきた。次章では、この経営者予想情報に対して、これまでどのような研究が行われているのかについて、サーベイを行う。なお、この章では、予想修正についても説明を行った。しかし、本論文では事業年度終了後最初に公表される翌期の予想値に焦点を当てて、問題点の解明を行っている。したがって、予想修正については、本論文では取り上げない。

第3章 先行研究

3.1 はじめに

本章では、経営者予想情報に関する国内外の研究のサーベイを行う。関連する先行研究は数多く行われているが、ここでは、特に本論文の2つの問題に関連する研究を中心にサーベイする。先行研究の結果を体系的にまとめることで、現在までに経営者予想情報に関して何が判明しているのかを明らかにする。

本章の構成は、次の通りである。まず、3.2節では、第1の問題に対応する「経営者予想情報に対する市場の反応に関する研究」、3.3節では、第2の問題に対応する「経営者予想情報の決定要因に関する研究」のサーベイを行う。最後に、3.5節で各節のまとめをし、2つの問題に対する分析課題を提示する。

3.2 経営者予想情報に対する市場の反応に関する研究

米国の経営者予想情報は、わが国とは異なり経営者によって自発的に開示が行われる。そのような情報に価値はあるのか、市場はどのように評価しているのかといった研究は早い段階から行われており、Penman(1980)、Ajinkya and Gift(1984)、Waymire(1984)があげられる。Penman(1980)は、経営者予想情報に含まれる情報内容について分析を行っている。分析の結果、経営者予想情報の方が前期の実績値に含まれる情報を上回るような情報が含まれていること、予想値を公表した企業の株価収益率は市場全体の株価収益率よりも高くなることを明らかにしている。Ajinkya and Gift(1984)は、予想値の公表時点での市場の期待をアナリスト予想と仮定し、経営者予想情報をアナリスト予想の差によって Good News と Bad News に分け、それぞれの市場の反応を調査した。その結果、市場は Good News ならば株価は正に反応し、Bad News ならば負の反応を示すことを明らかにしている。さらに、経営者が自発的に予想値の公表を行う理由についても言及しており、経営者は、自社に対する市場の期待と自身の予想値と異なる場合、市場の期待を自身の予想値に近づけるために公表を行うという「期待調整仮説(expectations adjustment hypothesis)」を提示している。Waymire(1984)も、Ajinkya and

Gift(1984)と同様に経営者予想情報を Good News と Bad News に分け、市場の反応について分析を行っている。分析の結果、それぞれのニュースの大きさと株価反応の大きさには、正の相関があることを明らかにしている。

経営者予想情報と実績情報では市場はどちらを評価しているのかという研究も行われており、Pownall and Waymire(1989)、Pownall et al.(1993)があげられる。Pownall and Waymire(1989)は、自発開示である予想値は信頼性が低いとみなし、市場は割り引いて捉えているのではないかという視点から経営者予想情報と実績情報の市場の反応について分析している。分析の結果、市場は実績値よりも経営者予想情報に対して強く反応していることを明らかにしている。Pownall et al.(1993)も Pownall and Waymire(1989)と同様に経営者予想情報と実績情報の市場の反応について分析している。その結果、経営者予想情報は有益ではあるものの、その有益性は実績情報よりも低いことを示しており、Pownall and Waymire(1989)とは異なる結果を析出している。

近年、Beyer(2009)が経営者予想情報と実績情報、株価に関してモデルを用い理論研究を行っている。この分析によると、経営者予想情報よりも実績情報の方が、将来キャッシュ・フローに関する情報がより正確であることから、実績情報に対する株価の反応は大きくなるという結論を導いている。

わが国でも同様の研究が行われているが、わが国の場合、事業年度終了後の最初の決算短信で公表される予想値と期中で行われる予想修正の2つがある。以下では、この2つを分けてサーベイを行う。

まず、事業年度終了後最初に公表される予想値に関する研究として、石塚・佐藤・竹本(1980)、Darrough and Harris(1991)、後藤・桜井(1993)、太田(2004)がある。石塚・佐藤・竹本(1980)は、企業が公表する一株当たりの利益予想に対する市場の反応について分析を行っている。分析の結果、同時に公表される実績値の影響を考慮してもなお、市場は予想値に反応を示していること、その反応は悲観的な予想に対して過敏に反応することを明らかにしている。Darrough and Harris(1991)は、予想値と同時に公表される実績値の情報内容について分析を行っている。分析の結果、単体と連結それぞれの予想値に対して市場が反応していることを明らかにしている。後藤・桜井(1993)は、予想値を内容の良し悪しによって分け、それぞれに対する市場の反応を調べている。その結果、前期の実績値を上回るような予想値を公表した場合には株価もプラスの反応を示し、逆に前期の実績値を下回るような予想値を公表した場合には、株価もマイナスの反応を示すことを明らかにしている。これらの研究は、情報公表日に対する株

価の反応を分析するイベント・スタディ(event study)という手法によって行われている。しかし、太田(2004)は、価値関連性(value relevance)という手法を用いて経営者予想情報の有用性について分析を行っている。分析の結果、経営者予想情報は株価との関連性が高いこと、そして、同時に公表されている当期利益の説明力はほとんどないことを明らかにしている¹⁵。

次に、期中に行われる予想修正について分析した研究として、桜井・後藤(1992)、河(1998)、円谷(2007)がある。桜井・後藤(1992)は、年次・中間・連結決算のうちのいずれかに関する予想修正の公表日前後の市場の反応について分析を行っている。その結果、予想修正の公表日には大きな株価反応を析出しており、予想修正が投資の意思決定に有用な情報であることを明らかにしている。また、河(1998)は、予想修正と株価や取引量、予想修正の内容について分析を行っている。分析の結果、予想修正公表日において、市場や取引量に大きな反応を示していること、修正の内容が良好であるほど株価は正の反応を示すことを明らかにしている。円谷(2007)は、3月決算の全上場企業を対象として、予想修正に対する株価反応と予想修正を行う企業の特性について分析している。分析の結果、最初の予想値の公表後すぐにそれを上回るような修正が行われると大きな正の株価反応が生じることを析出している。また、鉄鋼、自動車、機械、海運業の4業種は、早い段階で予想修正を行っていることも明らかにしている。

その他にも、浅野(2009)は予想の達成・未達成と市場の反応を分析している。その結果、最終的に予想値を達成できた場合には市場は正の反応を示し、逆に、予想値を達成できなかった場合には、負の反応を示すことが明らかにされている。

3.3 経営者予想情報の決定要因に関する研究

経営者予想情報は、最終的には実績が公表された時点で公表された予想値の正確度が明らかになる。しかし、経営者は予想値をある程度自由に決められることから、予想値と実績値

¹⁵ 太田(2005)では、このような結果が析出されているが、後で行う第4章の分析は、太田(2005)とは異なる結果を析出している。結果が異なる理由として3つ挙げられる。まず、1つめは使用している分析モデルの違いである。太田(2005)では、残余利益モデルに Ohlson(1995)を組み込み導出した株価モデルとリターンモデルを用いているのに対し、本論文では、累積異常リターンと期待外利益の関係を表す利益反応係数(earnings response coefficient:ERC)を用いて分析を行っている。2つめは、分析期間の違いである。太田(2005)の分析期間は1979年から1999年であるのに対し、本論文の分析期間は、2003年から2010年である。3つめとして、利益や予想値の変化の計算方法の違いである。太田(2005)では、経営者予想利益の変化を計算する際には、当期経営者予想利益と前期経営者予想利益の差を、当期利益の変化を計算する際には当期実績値と前期実績値の差を用いている。これに対し、本論文では、情報は日々更新されることを考慮し、経営者予想情報公表時は当期経営者予想情報と前期実績値の差を、実績情報公表時は当期実績値と当期最終予想値の差を用いている。

の差(バイアス)や正確度には、何らかの特徴があるのではないかという決定要因に関する研究も進められている。このような研究に、Porter(1982)、Frankel et al.(1995)、Irani(2000)、Choi and Ziebart(2004)がある。Porter(1982)は、正確な経営者予想情報を公表する要因について分析を行っている。分析の結果、企業の利益変動やその時の経済状況が予想値の設定に影響を及ぼしていること、公益企業は製造業よりも予想が正確であることを明らかにしている。Frankel et al.(1995)は、外部から資金調達を行う予定である企業の経営者予想情報の特徴について分析している。分析の結果、資金調達を行う直前の予想値にバイアスは含まれていないことを明らかにしている。これは、評判や法的責任の観点などから、公募の前に頻繁に予想を公表することができないため、楽観的な予想を公表する抑止になっていることを示唆している。Irani(2000)は、「異常利益成長(abnormal earnings growth)」「産業競合力」「法的責任」「財務的困窮」「外部資金調達」の5項目が、経営者予想情報に与える影響について分析を行った。分析の結果、予想値は平均的に楽観的であることが明らかにされている。また、高い異常利益成長である企業や情報開示に伴う法的責任をより回避したいと思う企業の予想は悲観的であることが明らかにされている。しかし、外部から資金調達する予定である企業の予想は楽観的であるという結果は析出されず、Frankel et al.(1995)と同様の結果になっている。Choi and Ziebart(2004)は、経営者予想情報に含まれるバイアスについて調査を行っている。その結果、予想公表日から実績公表日までの期間が短いほど予想は悲観的で、その期間が8カ月以上と長くなると楽観的な予想になることを明らかにしている。

その他の研究として、Ajinkya et al.(2005)、Karamanou and Vafeas(2005)があげられる。Ajinkya et al.(2005)は、ガバナンス構造として社外取締役と機関投資家を取り上げ、これらが予想情報の特性とどのような関係があるかについて分析を行っている。分析の結果、社外取締役が取締役に占める割合が高いほど予想の正確度が高いこと、機関投資家の所有割合が高い企業ほど予想の正確度が高いことを明らかにしている。Karamanou and Vafeas(2005)は、取締役会と監査委員会の特徴が予想情報にどのような影響を与えているのかについて分析を行っている。その結果、社外取締役の占める割合が高いほど予想の正確度が高いこと、役員持株比率が高いほど予想の正確度が低いことを明らかにしている。

わが国でもこのような決定要因に関する研究は数多く行われており、國村(1980)、森・関(1997)、音川(2001)、須田・太田(2004)がある。國村(1980)は、経営者予想情報の正確性と前期実績値との関係について分析している。分析の結果、予想値は悲観的であること、企業の将来予想をする際、経営者予想情報を用いる方が過去の実績値よりもはるかに正確であること

を明らかにしている。森・関(1997)は、業種ごとに経営者予想利益の正確性にどのような傾向があるのかを、単体・連結両方の予想値を用いて調査を行っている。その結果、「食料品」「繊維工業」「硝子・土石製品」「非鉄金属」「輸送用機械器具」の5業種の連結予想の正確度が落ちること、「食料品」「繊維工業」「輸送用機械器具」の3業種の単体予想は正確度が高いことを明らかにしている。音川(2001)は、新しく株式公開する企業が公表する経営者予想情報について調査している。その結果、売上高は楽観的な予想であるのに対し、経常利益や当期利益に関しては悲観的な予想であることを明らかにしている。須田・太田(2004)は、倒産した企業がどのような経営者予想情報を公表していたのかを分析している。その結果、倒産企業の予想値は過度に楽観的であり、倒産が近づくにつれその楽観度はさらに大きくなることを示している。Ota(2006)は、「マクロ経済的要因」「業種」「企業規模」「赤字」「財務的困窮度」など10項目とバイアスの関係を総合的に分析している。分析の結果、取り上げた全ての項目が経営者予想情報に影響を与えていることを示している。

その他にも、乙政・榎本(2008)、大鹿(2008)、Saito(2010)が同様の研究を行っている。乙政・榎本(2008)は、株式の所有構造と経営者予想情報の正確度について分析を行っている。その結果、経営者持株比率が低い企業、金融機関持株比率や外国人持株比率が高いほど、予想の正確度は高いことを明らかにしている。大鹿(2008)は、定時株主総会と予想情報の関係を分析し、株主総会の所要時間が増え株主総会が活性化した企業の予想の正確度は高いことを明らかにしている。Saito(2010)は、社外取締役の存在が経営者予想情報に影響を与えているのかについて分析している。分析の結果、社外取締役が少なくとも一人いる企業における予想誤差は小さいことを明らかにしている。

3.4 おわりに

3.4.1 本章のまとめ

本章では、経営者予想情報に関する先行研究のサーベイを行った。本論文の2つの問題に関する先行研究を体系的に整理し、現在までにどれだけのことが明らかにすることで、次章以降で行う分析の課題を提示することを目的としている。各節をまとめると次のとおりである。

まず、3.2節では、第1の問題に対応する「経営者予想情報に対する市場の反応に関する研

究」のサーベイを行った。経営者が公表する自社の翌期の予想値に関する情報に対して、市場はどのように評価しているのか。その反応を調査する研究は、国内外で早い段階から行われている。サーベイの結果、市場は経営者予想情報に対して反応を示していることが明らかになった。また、予想の内容の良し悪しや予想を達成したか否かによっても、市場の反応は異なることが明らかになった。つまり、経営者予想情報は投資の意思決定に有用な情報であることを示している。わが国では、決算短信に記載される翌期の予想値の他に、期中に行われる予想修正も存在するが、この予想修正に対しても、市場は反応を示していることが明らかになった。しかし、経営者予想情報と実績情報を比較した場合には、どちらがより有益な情報であるかについては、一様の結果は析出されていない。経営者予想情報の方が有益という結果もあれば、そうではない結果も析出されている。わが国を対象とした研究では、経営者予想情報の方が当期利益よりも有益な情報であることが明らかにされている。

3.3節では、第2の問題に対応する「経営者予想情報の決定要因に関する研究」のサーベイを行った。実績情報が公表された時点で、経営者予想情報の正確性が明らかになる。もし、予想が実績と異なっていた場合、そこには何らかの意味が含まれているのではないかという観点から様々な分析が行われている。先行研究の結果をまとめると、次のとおりである。経営者予想情報が楽観的になる要因としては、財務的な困窮している企業や倒産直前の企業、新規公開企業、赤字企業などが明らかになった。これに対して、悲観的になる要因としては、高い利益成長をしている企業、情報公開に伴う法的責任を回避したい企業などが明らかになった。さらに、公益産業、経営者持株比率が低い企業、金融機関持株比率や外国法人持株比率が高い企業などの予想の正確度が高いことが明らかになった。これに対し、「食料品」「繊維工業」「硝子・土石製品」「非鉄金属」「輸送用機械器具」の5業種の正確度は低いことが明らかになった。

3.4.2 分析課題

本章で行った先行研究のサーベイから、先行研究における問題点を指摘し、次の第4章と第5章で行う分析の課題を明らかにする。

経営者予想情報に対して市場は反応を示していること、その反応は予想値の良し悪しなどによっても異なることがわかった。特に、予想の内容が悪かったり、最終的に予想を達成できなかったりした場合には、大きな負の反応を示すことがわかった。特に、わが国の場合は、翌期の予想値と共に当期の実績値の公表が行われている。この点についても、石塚・佐藤・

竹本(1980)が、同時に公表される実績値を考慮してもなお、経営者予想情報の方に反応を示しており、太田(2004)は、同時に公表される実績値の説明力はないことがわかった。しかし、わが国を分析対象とした研究に2つの問題点がある。まず、1つめはわが国を分析対象とした研究の分析期間がかなり前の期間である点である。経営者予想情報に対する市場の反応の研究の中でも比較的新しい太田(2004)の分析期間でも1979年から1999年であり最近の期間では分析されていない。また、現在、経営者は予想値を戦略的に利用することで、市場の反応を調整しようという予想開示行動に関する研究が行われている。このような研究は、経営者予想情報に対して市場が反応していること背景として行われている。これらのことを考えると、現在も経営者予想情報を市場は評価しているのか、その評価は実績情報よりも高いのか再度分析する必要がある。2つめの問題点は、経営者予想情報の中でも、当期純利益や1株当たり当期純利益についてのみ分析されている点である。予想は売上高や経常利益など全部で5項目について公表されている。このことを考えると、分析は一部の予想項目に限定するのではなく、他の項目についても分析する必要がある。もしかしたら、項目ごとに市場の評価も異なっているかもしれない。以上のことから、第4章では、最近のデータを用いて、市場は公表されている予想項目と同時に公表される実績情報をどのように評価しているのかについて分析を行う。

経営者予想情報の決定要因に関する研究に対する問題点は、決定要因として規模や赤字といった会計的な側面からの分析が多い点である。先行研究の結果から、経済状況や規模、赤字、財務的な困窮など企業の特徴が影響を与えていることがわかった。経営者予想情報の正確度については、あまり分析が行われていないものの、公益産業や経営者持株比率の低い企業などは正確度が高いことがわかった。経営者予想情報は、法律で開示が求められているものではなく、証券取引所からの要請によるものである。つまり、どのような予想値を公表するかは経営者が決めることができる。このことを考えれば、経営者は予想値に何らかの裁量を加えることができるだろう。それでは、経営者予想情報に裁量を加えないようにする手段はないのだろうか。その手段として、ガバナンス構造が考えられる。ガバナンス構造とは、経営者を規律づける仕組みのことをいう。つまり、このガバナンス構造が効果的に働いていれば、経営者は予想値の裁量を加えることはできず、経営者予想情報の正確度は高くなると考えられる。しかし、このようなガバナンスの側面からの分析はまだ行われていない。そこで第5章では、経営者予想情報の正確度に影響を与える要因として、ガバナンス構造を取り上げて分析を行う。

第4章 経営者予想情報と実績情報に対する市場の反応

4.1 はじめに

経営者が公表する会計情報の一つに経営者予想がある。わが国では、証券取引所からの要請により、決算短信に当期の実績値と共に翌期の予想値を公表しなければならない¹⁶。また、期中では四半期決算短信や業績予想の修正において、公表済みの予想値の修正も行われている。このように、わが国は最初の予想から、期中の修正、結果である実績値まで、一年を通じて継続的に情報が公表されるという大きな特徴を有している。

予想情報に関する研究は数多く行われており、桜井・後藤(1992)や河(1998)などが期首予想や予想修正に対する市場の反応について分析し、情報公表日には大きな株価反応を析出している¹⁷。一方、経営者は一年を通じてどのような予想を開示しているのかという研究も少ないが行われている。例えばKato et al.(2009)によると、わが国経営者は決算時のネガティブ・サプライズを避けるような開示戦略をとっていることを明らかにしている。このような経営者の行動の背景には、予想情報と実績情報に対する市場の反応に違いがあると考えられる。すなわち、経営者は、市場は予想情報と実績情報で評価が異なると考えているため、戦略的に情報を開示していると考えられる。しかし、経営者が考えているように、市場は予想情報と実績情報で異なる評価をしているのだろうか。そこで本章では、予想情報と実績情報のどちらにより反応しているのか、市場の反応の比較を行う。

本章の構成は次の通りである。4.2 節では先行研究を概観し、4.3 節では仮説の設定を行う。そして、4.4 節では分析方法とサンプルについて説明し、4.5 節で分析結果を示す。最後に、4.6 節で本章のまとめと今後の課題について述べる。

¹⁶ 証券取引所は上場企業に対して予想の開示を要請しているが、証券会社など一部の企業は予想の開示を行っていない。東京証券取引所が公表している決算短信の開示状況によると、予想の開示割合は平成26年3月期で95.5%、平成25年3月期で95.7%である。

¹⁷ 本章では、事業年度終了後、最初の決算短信に記載される通期予想値を「期首予想」、期中に予想の修正として公表される予想値を「予想修正」と記す。

4.2 先行研究

4.2.1 経営者予想と市場の反応に関する研究

経営者予想と市場の反応に関する研究は、Patell(1976)をはじめ Ajinkya and Gift(1984), Waymire(1984)など数多く行われている。これらの研究結果は、予想情報公表日に市場は大きな株価反応を示していることを明らかにしている。また、Waymire(1984)は、予想がグッド・ニュースならば株価は正の反応を、バッド・ニュースならば負の反応を示すことを明らかにすると共に、情報の大きさと株価変化の大きさに正の相関があることを示している。

わが国でも同様の分析結果が示されている。Darrough and Harris(1991)は、同時に公表される予想情報と実績情報を分析し、市場は予想情報に対して反応していることを明らかにしている。桜井・後藤(1992)は、予想修正公表日前後の株価反応を分析した結果、公表日に著しい株価反応を析出している。河(1998)は、予想を上方修正した場合には株価は正の反応を、下方修正した場合は負の反応を示すことを明らかにしている。

本章と類似した分析視点である、予想情報と実績情報に対する市場の反応を比較した分析として Pownall and Waymire(1989), Pownall et al.(1993)がある。Pownall and Waymire(1989)は、市場は自発的に開示される予想は信頼性が低いとみなし、割り引いて捉えているのではないかという視点から予想情報と実績情報における株価反応を分析した結果、市場は予想情報に対して強く反応していることを明らかにしている。一方、Pownall et al.(1993)は、実績情報に対して強く反応しているという結果を析出している。

予想情報と市場の反応に関する理論研究として Beyer(2009)があげられる。Beyer(2009)は、予想情報よりも実績情報の方が将来キャッシュ・フローに関する情報がより正確であることから、実績情報に対する株価反応が大きくなるという結論を導いている。

4.2.2 経営者による予想開示行動に関する研究

アメリカにおける経営者の予想開示行動に関する研究として Soffer et al.(2000)がある。Soffer et al.(2000)は、バッド・ニュースを所持している経営者は事前にその情報の全てを公表するのに対し、グッド・ニュースを所持している経営者は、決算時のポジティブ・サプライズを残すために半分程度の情報のみを公表していることを明らかにしている。また、決算発表前に公表される情報のほとんどがバッド・ニュースであることも明らかにしている。

わが国における経営者の予想開示行動に関する研究として、Kato et al.(2009)、奈良・野間

(2011)がある。Kato et al.(2009)は、全上場企業を対象に1997年から2007年までの10年間の経営者予想を分析した結果、わが国経営者の期首予想は楽観的であり、決算時のネガティブ・サプライズを回避するために、期中に下方修正を行うことを明らかにしている。奈良・野間(2011)は、ディスクロージャー優良企業に着目し、予想開示行動を分析した結果、期首に悲観的な予想を公表し、期中には小幅な上方修正を行うことを明らかにしている。

4.3 検証仮説

多くの先行研究が、期首予想、予想修正、実績値といった一連の情報に対し、市場は反応していることを示している。さらに、予想情報の内容の良し悪しや最終的に予想を達成したか否かによって市場の反応に大きな影響を与えることが明らかにされている。このような市場における予想情報の影響の重大さを考えれば、経営者は予想値に裁量を加えたり、予想修正を細かく分割したりするなど戦略的に情報を開示することによって、市場に予期せぬショックを与えないよう市場の反応をある程度調整しようというインセンティブを有すると考えられる。

一方、市場はどのように情報を評価しているのだろうか。予想情報はあくまでも予想であり、その後何度も修正される可能性がある。また、修正すべき基準が定められてはいるものの、どのような数値を公表するのかが経営者の裁量に任せられているため、ある程度自由に決めることができる¹⁸。これに対し、実績値は経営者によって裁量を加えられている可能性はあるものの、事業年度後に公表される一年間の企業活動の成果である。また、決算短信は法定開示ではないものの、事実上、公認会計士による会計監査の了解を受け、取締役会により承認された数値が開示されていることから(久保(2007))、信頼性も高いと予測される。したがって、市場の反応は、予想情報よりも実績情報に対して大きくなると考えられる。これは、Beyer(2009)が行った理論研究においても証明されている。そこで、次の仮説を提起する。

仮説 予想情報よりも実績情報の方が市場の反応は大きい。

¹⁸ 公表した予想値に、売上高は±10%以上、経常利益と営業利益は±30%以上かつ純資産の5%以上、当期純利益は±30%以上かつ純資産の2.5%以上の差異が発生した場合には、速やかに「業績予想の修正」を公表しなければならない。また、円谷(2007)が行った全上場企業を対象とした予想情報の実態調査では、重要な差異に該当しない場合や修正幅がより小幅な場合でも予想修正が行われていることを明らかにしている。

4.4 分析方法とサンプル

4.4.1 分析方法

分析は次の2つの方法で行う。まず、期首予想、予想修正、実績情報それぞれの公表日における市場の反応について、次の(1)式から(3)式のモデルを用いて確認する。

$$CAR_1 = \alpha_0 + \alpha_1 UE_1 + \alpha_2 LNSIZE + \alpha_3 Industry + \varepsilon \quad (1)$$

$$CAR_2 = \beta_0 + \beta_1 UE_2 + \beta_2 LNSIZE + \beta_3 Industry + \varepsilon \quad (2)$$

$$CAR_1 = \gamma_0 + \gamma_1 UE_3 + \gamma_2 LNSIZE + \gamma_3 Industry + \varepsilon \quad (3)$$

わが国では、決算短信公表日に実績値と予想値が同時に公表されるため、情報同士の影響を考慮した(4)式を用いて仮説の検証を行う。

$$CAR_1 = \delta_0 + \delta_1 UE_1 + \delta_2 UE_3 + \delta_3 LNSIZE + \delta_3 Industry + \varepsilon \quad (4)$$

(1)式から(4)式の各変数の定義は次の通りである。まず、被説明変数である CAR_1 は期首予想および実績情報公表日の累積異常リターンを、 CAR_2 は予想修正公表日の累積異常リターンを表す変数である¹⁹。なお、リターンの累積期間は、公表日を日次0とし、その前後1日、5日、15日の3期間としている。次に、説明変数である UE_1 は期首予想が公表される時点までに市場が形成していた期待と乖離した部分、すなわち、期首予想公表日の期待外の部分を表しており、翌期期首予想値と当期実績値との差で計算している。同様に、 UE_2 は予想修正公表日の期待外部分で、修正後の予想値と修正前の予想値との差で、 UE_3 は実績情報公表日の期待外部分で、当期実績値と当期最終予想値の差で計算している²⁰。なお、分析対象が売上高、経常利益、当期純利益の場合は UE_1 、 UE_2 、 UE_3 それぞれを期首総資産にて基準化している。また、市場の反応を分析する際、UE以外の要因による影響を受けるため、企業規模(LNSIZE)

¹⁹ 累積異常リターンの算定にはマーケット・モデルを用いている。算定に際し、市場リターンは東証株価指数(TOPIX)を使用し、推定期間はDarrrough and Harris(1991)に倣い、イベント日の195日前から16日前までの180日間としている。

²⁰ 本章においては、決算短信公表日までに当期実績値に対する期待と翌期期首予想値に対する期待の2つの期待を市場は形成していると仮定している。

と産業ダミー(*Industry*)をコントロール変数として追加している²¹。

仮説通りであるならば、係数 δ_2 の方が係数 δ_1 より大きくなると考えられる。つまり、 $\delta_2 - \delta_1$ が正值であれば、期首予想よりも実績情報に対する市場の反応が大きいことを意味している。

4.4.2 サンプル

本章の分析対象期間は2003年3月期から2010年3月期までとし、分析対象企業は次の基準で選択されている。(1)東京証券取引所第一部に上場している一般事業会社で、決算月数が12ヶ月の3月決算企業であること、(2)米国会計基準を採用していないこと、(3)決算短信において、全ての項目の通期連結業績予想を公表していること、(4)情報公表日周辺の株価データが利用できること、(5)その他分析に必要なデータが使用するデータベースより入手できること、以上(1)から(5)までのサンプルから、極端な観測値による結果への影響を除去するために、各変数の上下0.1%を外れ値としサンプルから除外している。その結果、分析に用いられるサンプル数は全ての項目の期首予想と実績情報は6552企業-年度、予想修正は売上高8209企業-年度、経常利益8470企業-年度、当期純利益8733企業-年度、一株当たり当期純利益9572企業-年度である²²²³。なお、予想情報は「日経NEEDS 会社発表データ」から、総資産などの会計データは「日経NEEDS(一般事業会社)」から、株価は「株価CD-ROM(東洋経済新報社)」から抽出している。

4.5 分析結果

4.5.1 実態調査

仮説の検証を行う前に、分析に用いる変数の記述統計からわが国経営者の予想開示行動の実態調査を行う。図表4-1には UE_1 , UE_2 , UE_3 , FE (当期実績値と当期期首予想値の差)の記述統計を、図表4-2には各変数の正值、負値、0それぞれのサンプル数とその割合を示している²⁴。まず、 UE_1 に着目すると、全ての項目において平均値と中央値は正值であり、図表4-2におい

²¹ $LNSIZE$ は5月末株価×前期末発行済株式総数の自然対数、 $Industry$ は日経中分類に基づく産業ダミーを表している。

²² 期中に複数回修正を行った場合や予想修正が1項目の場合もサンプルに数えている。ただし、修正を行わなかった項目 ($UE_2=0$ となる項目) はサンプルから除外している。

²³ 営業利益の開示は2007年3月期からのため、分析からは除外している。

²⁴ FE も UE_1 , UE_2 , UE_3 と同様に売上高、経常利益、当期純利益に関しては期首総資産で基準化している。

ても正値の割合がかなり高い。これは、前年よりも増益予想を公表する企業が多いことを示している。UE₂では、全ての項目において平均値、中央値共に負値で、図表 4-2 の割合も負値の割合が正値よりもやや高い。つまり、全体としてはわずかに下方修正が多いことがわかる。UE₃ は、一株当たり当期純利益の平均値が負値であるものの、他の項目の平均値、中央値は共に正値となっている。図表 4-2 では、全ての項目で正値の割合の方が高いことから、実績値は最終予想をわずかに上回るポジティブ・サプライズであることが示されている。最後に、FEを見ると、経常利益の中央値以外は、全ての項目で平均値、中央値共に負値で、その割合は正値よりもわずかに高い。これは、楽観的な期首予想を公表する企業がわずかに多いことを示している。

以上をまとめると、全ての項目で、期首は前期より増益でかつ楽観的な予想を公表し、期中に下方修正を行い、最終的にはわずかにポジティブ・サプライズを生み出すような開示傾向であると考えられる。

『挿入：図表 4-1 記述統計量と予想誤差』

『挿入：図表 4-2 予想情報の情報内容割合』

4.5.2 市場の反応に関する分析結果

(1) 各情報公表日ごとの分析

図表 4-3 は、売上高などの予想項目ごとに、(1)式から(3)式の推定結果を CAR の期間が短い順に示している。まず、各予想項目の期首予想公表日の結果を見ると、売上高における CAR の期間が前後 15 日の場合を除き、UE₁ の係数は全て正値で統計的にも有意である。つまり、市場は期首予想の公表に対し、反応を示していることがわかる。次に、予想修正公表日の結果を見ると、全ての予想項目の 3 つの CAR の期間において UE₂ の係数は正値で統計的にも有意となっており、その値は他の公表日の係数と比べて大きい。すなわち、予想修正の公表は、期首予想や実績情報と異なりランダムに行われるものの、経営者が情報を入手した時点で開示されるため、市場は情報に対し適正に反応していると考えられる。最後に、実績情報公表日の結果を見ると、経常利益の 3 つの CAR の期間と当期純利益の CAR の期間が前後 1 日と 5 日では、UE₃ の係数は正値で統計的にも有意となっている。しかし、売上高では、CAR の 3 つの期間全てで UE₃ の係数は負値で、CAR の期間が前後 15 日では統計的にも有意となって

いる。さらに、一株当たり当期純利益については、 UE_3 の係数がCARの期間が前後1日は正值、前後5日と15日は負値であり、全て統計的に有意ではない。すなわち、実績情報に対しては項目ごとに市場の評価が異なり、経常利益と当期純利益では反応を示しているのに対し、売上高と一株当たり当期純利益では過小評価していたり、反応を示していないなど、市場の反応にばらつきがあることがわかる。

『挿入：図表 4-3 予想情報と実績情報に対する市場の反応』

(2) 同時に公表されている情報を考慮した分析

図表 4-4 は、同時に公表された情報の影響を考慮した(4)式の推定結果を示している²⁵。まず、売上高の結果を見ると、 UE_3 と UE_1 の係数の差は全て負値で統計的に有意となっている。これは、仮説と異なる結果であり、市場は実績情報よりも予想情報を評価していると考えられる。次に、経常利益と当期純利益については、CARの期間が前後1日と5日で UE_3 と UE_1 の係数の差は正值となっており、統計的にも有意であることから、仮説を支持する結果が得られている。しかし、CARの期間が前後15日では UE_3 と UE_1 の係数の差は正值であるものの、統計的には有意でない。つまり、市場は短期的には予想情報よりも実績情報を評価しているが、長期的には予想情報と実績情報に反応差はなく、両者を同等に評価していると考えられる。最後に、一株当たり当期純利益では、 UE_3 と UE_1 の係数の差は負値で、統計的にも有意ではない。つまり、予想情報と実績情報に反応差はなく、市場は両者を同等に評価していると考えられる。

『挿入：図表 4-4 予想情報と実績情報に対する市場の反応』

4.6 おわりに

本章では、市場は予想情報と実績情報のどちらに反応しているのかについて分析を行った。分析の結果、売上高は予想情報をより評価していること、経常利益と当期純利益は短期的に

²⁵ 回帰式(4)における VIF(Variance-Inflation Factor)値は全て 10 を下回っていることから、多重共線性の影響は問題とはならないと考えられる。

は実績情報をより評価しているが長期的には予想情報と実績情報を同等に評価していること、一株当たり当期純利益は予想情報と実績情報を同等に評価していることが明らかになった。つまり、市場は4つある開示項目の中でも、項目によって評価が異なることを示唆している。特に、経常利益と当期純利益については、市場は短期的にしか実績情報を評価していないため、経営者が市場の反応を調整しようと予想情報に裁量を加えても、その効果は短期的でしかなく、長期的には市場の反応を調整することは難しいことを示唆している。また、一株当たり当期純利益については、市場は予想も実績も同等に評価しているため、どちらか一方に裁量を加えても市場の反応を調整することは難しいことを示唆している。

今回の分析において、売上高は仮説と異なり、実績情報よりも予想情報をより評価しているという結果となった。その理由として、売上高が業績予想でないことや利益と異なり実績値に対し裁量を加えることが難しいことから予想値をほぼ確定値として評価していると考えられる。

最後に本章の課題を提示する。本章では、市場は予想情報と実績情報で評価が異なるのか、まずは全体的な分析を行うことを目的とした。Ota(2006)によると、予想情報は前年の業績や規模、企業の財務状況など様々な影響を受けることが明らかにされている。このような予想情報の特徴を考慮した上でも予想情報と実績情報で市場の反応に差が生じているのか、さらに詳細な分析をしていくことが必要である。

図表 4-1 記述統計量と予想誤差

(1) 売上高						
	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差	サンプル数
UE ₁	0.025	0.027	-0.988	1.203	0.121	6552
UE ₂	-0.007	-0.003	-0.488	0.737	0.073	8209
UE ₃	0.003	0.001	-0.152	0.176	0.025	6552
FE	-0.009	-0.003	-1.064	2.262	0.116	6552
(2) 経常利益						
	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差	サンプル数
UE ₁	0.004	0.003	-0.138	0.198	0.020	6552
UE ₂	-0.004	-0.001	-0.130	0.097	0.018	8470
UE ₃	0.001	0.000	-0.040	0.038	0.005	6552
FE	-0.003	0.000	-0.224	0.416	0.028	6552
(3) 当期純利益						
	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差	サンプル数
UE ₁	0.008	0.003	-0.124	0.448	0.029	6552
UE ₂	-0.005	-0.002	-0.174	0.073	0.018	8733
UE ₃	0.000	0.000	-0.062	0.031	0.005	6552
FE	-0.006	-0.001	-0.407	0.234	0.030	6552
(4) 一株当たり当期純利益						
	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差	サンプル数
UE ₁	20.892	4.560	-12752.900	9100.0630	459.243	6552
UE ₂	-16.000	-0.020	-8851.090	4308.760	317.535	9572
UE ₃	-3.882	0.150	-4587.910	2746.730	184.812	6552
FE	-42.807	-0.805	-49472.100	11487.520	1044.040	6552

(注) 変数の定義は次の通りである。UE₁: 翌期期首予想値と当期実績値の差、UE₂: 修正後の予想値と修正前の予想値の差、UE₃: 当期実績値と当期最終予想値の差、FE: 当期実績値と当期期首予想値の差。なお、一株当たり当期純利益以外の UE₁, UE₂, UE₃, FE はそれぞれ期首総資産にて基準化している。

図表 4-2 予想情報の情報内容割合

(1) 売上高						
	正	割合(%)	負	割合(%)	0	割合(%)
UE ₁	4820	73.53	1731	26.42	1	0.01
UE ₂	3955	48.18	4254	51.82	-	-
UE ₃	3988	60.87	2211	33.75	353	5.38
FE	3131	47.79	3420	52.20	1	0.01
(2) 経常利益						
	正	割合(%)	負	割合(%)	0	割合(%)
UE ₁	4644	70.88	1902	29.03	6	0.09
UE ₂	4091	48.30	4379	51.70	-	-
UE ₃	4369	66.68	1836	28.02	347	5.30
FE	3335	50.90	3215	49.07	2	0.03
(3) 当期純利益						
	正	割合(%)	負	割合(%)	0	割合(%)
UE ₁	4680	71.43	1865	28.46	7	0.11
UE ₂	3950	45.23	4783	54.77	-	-
UE ₃	4031	61.52	2160	32.97	361	5.51
FE	3143	47.97	3406	51.98	3	0.05
(4) 一株当たり当期純利益						
	正	割合(%)	負	割合(%)	0	割合(%)
UE ₁	4610	70.36	1938	29.58	4	0.06
UE ₂	4599	48.05	7973	51.95	-	-
UE ₃	3482	53.14	2914	44.47	156	2.39
FE	3094	47.22	3457	52.76	1	0.02

(注) 図表の正の列は、UE₁、UE₂、UE₃、FE が正值のサンプル数、負の列は負値のサンプル数、0 は値が 0 のサンプル数を表している。また、UE₂において修正なし(UE=0)の場合はサンプルから除外している。なお、変数の定義は図表 4-1 参照。

図表 4-3 予想情報と実績情報に対する市場の反応

(1) 売上高

	期首予想公表日(t=1)		予想修正公表日(t=2)		実績情報公表日(t=3)	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
①CAR(-1, +1)						
<i>intercept</i>	0.044	3.71 ***	-0.018	-1.46	0.040	3.36 ***
UE_t	0.050	7.62 ***	0.214	18.40 ***	-0.010	-0.31
adj.R2	0.017		0.065		0.006	
②CAR(-5, +5)						
<i>intercept</i>	0.051	2.81 ***	-0.067	-3.70 ***	0.046	2.50 **
UE_t	0.048	4.52 ***	0.214	13.06 ***	-0.062	-1.43
adj.R2	0.011		0.034		0.007	
③CAR(-15, +15)						
<i>intercept</i>	0.147	5.12 ***	-0.098	-3.59 ***	0.142	4.92 ***
UE_t	0.001	0.08	0.184	7.45 ***	-0.154	-2.47 **
adj.R2	0.008		0.012		0.009	

(2) 経常利益

	期首予想公表日(t=1)		予想修正公表日(t=2)		実績情報公表日(t=3)	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
①CAR(-1, +1)						
<i>intercept</i>	0.005	0.39	-0.004	-0.30	0.051	4.24 ***
UE_t	0.812	17.10 ***	1.482	30.69 ***	1.212	8.23 ***
adj.R2	0.083		0.176		0.018	
②CAR(-5, +5)						
<i>intercept</i>	0.007	0.37	-0.060	-3.38 ***	0.057	3.13 ***
UE_t	0.923	13.94 ***	1.558	21.42 ***	1.131	4.86 ***
adj.R2	0.051		0.094		0.011	
③CAR(-15, +15)						
<i>intercept</i>	0.100	3.53 ***	-0.089	-3.25 ***	0.153	5.28 ***
UE_t	1.056	9.86 ***	1.301	12.07 ***	0.695	2.13 **
adj.R2	0.034		0.030		0.009	

図表 4-3 予想情報と実績情報に対する市場の反応

(3) 当期純利益

	期首予想公表日(t=1)		予想修正公表日(t=2)		実績情報公表日(t=3)	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
①CAR(-1, +1)						
<i>intercept</i>	0.017	1.39	-0.002	-0.13	0.048	4.00 ***
UE_t	0.332	9.06 ***	1.186	22.12 ***	1.005	5.29 ***
adj.R2	0.034		0.122		0.013	
②CAR(-5, +5)						
<i>intercept</i>	0.018	0.99	-0.059	-3.42 ***	0.054	2.96 ***
UE_t	0.410	7.93 ***	1.254	17.40 ***	0.870	3.15 ***
adj.R2	0.026		0.067		0.009	
③CAR(-15, +15)						
<i>intercept</i>	0.099	3.44 ***	-0.098	-3.64 ***	0.148	5.17 ***
UE_t	0.669	8.16 ***	0.938	8.15 ***	0.225	0.56
adj.R2	0.031		0.018		0.008	

(4) 一株当たり当期純利益

	期首予想公表日(t=1)		予想修正公表日(t=2)		実績情報公表日(t=3)	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
①CAR(-1, +1)						
<i>intercept</i>	0.039	3.27 ***	-0.041	-3.78 ***	0.041	3.41 ***
UE_t	0.000	3.42 ***	0.000	4.06 ***	0.000	0.58
adj.R2	0.008		0.005		0.006	
②CAR(-5, +5)						
<i>intercept</i>	0.046	2.51 **	-0.095	-5.91 ***	0.048	2.63 ***
UE_t	0.000	2.42 **	0.000	3.32 ***	0.000	-0.10
adj.R2	0.008		0.009		0.007	
③CAR(-15, +15)						
<i>intercept</i>	0.144	5.03 ***	-0.109	-4.37 ***	0.147	5.11 ***
UE_t	0.000	2.47 **	0.000	2.59 ***	0.000	-0.43
adj.R2	0.009		0.005		0.008	

(注) t 値は White(1980)のロバスト検定結果を示す。***, **, *はそれぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。また、CAR(-1, +1)は異常リターンの累積期間が公表日前後 1 日間、CAR(-5, +5)は前後 5 日間、CAR(-15, +15)は前後 15 日間を表している。その他変数の定義は図表 4-1 参照。なお、コントロール変数である LNSIZE と産業ダミーの係数は省略している。

図表 4-4 予想情報と実績情報に対する市場の反応

(1) 売上高

	CAR(-1, +1)		CAR(-5, +5)		CAR(-15, +15)				
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値			
<i>intercept</i>	0.044	3.67 ***	0.049	2.68 ***	0.142	4.92 ***			
UE ₁	0.050	7.63 ***	0.048	4.54 ***	0.002	0.13			
UE ₃	-0.015	-0.49	-0.068	-1.54	-0.155	-2.47 **			
adj.R2	0.017		0.011		0.009				
係数の差の検定	(+)	-0.066	4.21 **	(+)	-0.116	6.26 **	(+)	-0.157	5.82 **

(2) 経常利益

	CAR(-1, +1)		CAR(-5, +5)		CAR(-15, +15)				
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値			
<i>intercept</i>	0.015	1.31	0.017	0.95	0.107	3.75 ***			
UE ₁	0.837	17.28 ***	0.948	14.12 ***	1.073	9.93 ***			
UE ₃	1.423	10.08 ***	1.371	5.99 ***	0.966	2.95 ***			
adj.R2	0.099		0.058		0.035				
係数の差の検定	(+)	0.586	16.90 ***	(+)	0.423	3.35 *	(+)	-0.106	0.10

(3) 当期純利益

	CAR(-1, +1)		CAR(-5, +5)		CAR(-15, +15)				
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値			
<i>intercept</i>	0.024	2.03 **	0.025	1.39	0.104	3.60 ***			
UE ₁	0.368	9.60 ***	0.445	8.27 ***	0.693	8.29 ***			
UE ₃	1.371	7.63 ***	1.312	4.93 ***	0.914	2.38 **			
adj.R2	0.046		0.031		0.032				
係数の差の検定	(+)	1.003	32.59 ***	(+)	0.867	11.18 ***	(+)	0.221	0.34

(4) 一株当たり当期純利益

	CAR(-1, +1)		CAR(-5, +5)		CAR(-15, +15)				
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値			
<i>intercept</i>	0.039	3.29 ***	0.046	2.51 **	0.144	5.02 ***			
UE ₁	0.000	3.48 ***	0.000	2.41 **	0.000	2.40 **			
UE ₃	0.000	1.18	0.000	0.40	0.000	-0.90			
adj.R2	0.008		0.008		0.009				
係数の差の検定	(+)	-0.000	0.14	(+)	-0.000	0.73	(+)	-0.000	0.93

(注) t 値は White(1980)のロバスト検定結果を示す。***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。その他変数の定義は図表 4-1、図表 4-3 参照。なお、コントロール変数である LNSIZE と産業ダミーの係数は省略している。

第5章 ガバナンス構造の違いが経営者予想の正確度に与える影響

5.1 はじめに

わが国では、証券取引所からの要請により、ほぼ全ての上場企業が決算短信に次期の業績予想値を記載している²⁶。このような経営者による予想値の開示は米国などでも行われているものの、わが国のようにほぼ全ての上場企業が開示しているわけではない²⁷。この点で、わが国の経営者予想（以下、「予想情報」という。）は大きな特徴を有していると言える。予想情報は自らが予想値を公表するとあって、投資家にとっても重要な情報となっている。2005年に東京証券取引所が行った「決算短信に関する一般投資家へのアンケート調査」によると、決算短信の利用項目のうち翌期の連結業績予想を利用している投資家が3分の2以上いることが示されており、予想情報が投資家にとって重要な情報であることを裏付ける結果が示されている。しかし、予想情報が有用な情報であるためには、予想の正確度が重要になってくる。予想情報はあくまで予想であり、公表後何度も修正される可能性がある。修正すべき基準はあるものの、どのような予想値を公表するかは、経営者の裁量に委ねられることになる。つまり、経営者は予想値をある程度自由に決めることができる。もし、経営者が予想情報に裁量を加えたならば、その不正確な情報を基に投資家は誤った将来見通しを立ててしまい、その結果、大きな損失を被る可能性がある。実際に、企業規模や赤字、成長性などが予想情報に含まれるバイアスの要因として明らかにされている(Ota(2006), 西・金田(2007)など)。

それでは、経営者が裁量を加えないよう行動を抑制し、正しい予想を公表させるためにはどのようにすればよいだろうか。経営者の行動を規律づけるガバナンス構造(corporate governance)が重要な役割を果たすと考えられる。しかし、多くの先行研究では、予想情報にバイアスを加える要因として企業規模や赤字など会計的な側面から分析されているが、ガバナンスの側面からの分析はあまり行われていない。したがって、本章では、ガバナンス構造が予想情報に与える影響について分析を行う。具体的には、取締役会といった企業の機関構

²⁶ 証券取引所は上場企業に対して予想の開示を要請しているが、証券会社など一部の企業では予想の開示は行われていない。東京証券取引所が公表している決算短信の開示状況によると、平成26年3月期で95.5%、平成25年3月期で95.7%となっている。

²⁷ 他国の予想情報の詳細については古賀(1995)を参照されたい。例えば、米国の予想情報は、わが国のように要請されておらず、公表形式も統一されていない。太田・姜(2011)によると、米国の開示件数は2001年をピークに下がり続け、2010年で46%ほどである。

造と株式所有構造(ownership structure)を取り上げ、これらが予想情報の正確度にどのような影響を及ぼしているのかについて明らかにする。

本章の貢献は、予想情報の正確度に影響を与えるガバナンス構造として、先行研究で行われている株式所有構造だけではなく、企業内部の機関も同時に取り上げている点である。さらに、企業内部の機関として、取締役会の規模や会計専門家(financial literacy)といった取締役会の特性を取り上げている点でも特徴がある。近年、企業のガバナンスの強化が進められている。本章の結果は、わが国独自の予想情報の正確度を高めるためには、どのようなガバナンスの仕組みにすればよいのかを示している点で意義があるものとする。

本章の構成は次のとおりである。5.2 節では先行研究について概観し、5.3 節で仮説を設定する。5.4 節ではサンプルと分析方法について説明し、5.5 節で分析結果を示す。そして、5.6 節では結果のまとめと解釈を行い、今後の課題について述べる。

5.2 先行研究

予想情報の正確度やバイアスといった予想情報の特性とガバナンス構造との関係を取り上げた研究は数少ないが、Ajinkya et al.(2005), Karamanou and Vafeas(2005), Huang et al.(2012)があげられる。Ajinkya et al.(2005)は、ガバナンス構造として社外取締役と機関投資家を取り上げ、これらが予想情報の特性とどのような関係があるかについて分析を行っている。分析の結果、社外取締役が取締役に占める割合が高いほど予想の正確度が高いこと、機関投資家の所有割合が高い企業ほど予想の正確度が高いことを明らかにしている。Karamanou and Vafeas(2005)は、取締役会と監査委員会の特徴が予想情報にどのような影響を与えているのかについて分析を行った。その結果、社外取締役の占める割合が高いほど予想の正確度が高いこと、役員持株比率が高いほど予想の正確度が低いことを明らかにしている。また、Huang et al.(2012)は、台湾企業を分析対象とし、企業の形態や機関構造、株式所有構造が予想情報に与える影響を分析している。その結果、役員持株比率が高い企業や機関投資家の所有割合が高い企業、最高経営責任者(CEO)が取締役会の議長を務めている企業ほど予想が保守的になることを明らかにしている。

わが国でも、予想の正確度やバイアスの要因について研究されているものの、ガバナンス構造との関係を分析した研究はまだ少ない。まず、企業の機関構造と予想情報の特性との関

係を分析した研究として、Saito(2010), Tsumuraya(2012), 円谷(2013)がある。Saito(2010)は、社外取締役の存在が予想情報に影響を与えているのかを分析しており、その結果、社外取締役が少なくとも一人いる企業の予想誤差は小さいことを明らかにしている。Tsumuraya(2012)と円谷(2013)は、社外取締役と予想誤差の関係を分析した結果、社外取締役の存在が予想の楽観度合を減少させることを明らかにしている。その他にも、大鹿(2008)は、定時株主総会と予想情報の関係を分析し、株主総会の所要時間が増え株主総会が活性化した企業の予想の正確度は高いことを明らかにしている。次に、株式所有構造と予想情報の特徴との関係を分析した研究として、乙政・榎本(2008)があげられる。乙政・榎本(2008)は、企業の株式所有構造が予想情報の正確度にどのような影響を及ぼしているのかについて分析を行っている。その結果、経営者の持株比率が低いほど予想の正確度は高いこと、金融機関持株比率が高いほど予想の正確度は高いこと、外国法人持株比率が高いほど予想の正確度が高くなることを示している。その他にも、円谷(2007)は、インベスター・リレーションズ(IR)の視点から予想情報について分析を行っているが、その中で、予想と実績の乖離率と発言力の強いステークホルダーの代理変数として金融機関持株比率と外国人持株比率を取り上げ分析を行っている。その結果、金融機関持株比率が高いほど乖離率は低くなることが示されている。また、Kato et al.(2009)は、楽観的な予想と株式所有構造の関係を分析し、役員持株比率が高いほど予想が楽観的になることを示している。

5.3 検証仮説

Patell(1976)を始め、多くの先行研究が予想情報に市場は反応を示すことを明らかにしており、予想情報が意思決定に有用な情報であることを示している(Ajinkya and Gift(1984), Waymire(1984), 桜井・後藤(1992), 河(1998)など)。また、反応は予想の内容や最終的に予想を達成したか否かによっても大きく異なることが明らかにされている(Ajinkya and Gift(1984), Waymire(1984), 後藤(1997), 浅野(2009))。このように、企業が公表する予想情報の市場への影響の大きさを考えれば、経営者は慎重な予想を公表したり、または、大きな予想を打ち出したりと予想にバイアスをかけるインセンティブを有すると考えられる。このことは、Kato et al.(2009), 奈良・野間(2010)によって裏付けられており、経営者は市場の反応を調整するために、予想を戦略的に開示していることを明らかにされている。投資家にとって、予想情報は

企業に関する情報を保持している経営者が自ら予想していることから、企業の将来見通しを知るうえで重要な情報源である。もし、経営者が予想値にバイアス²⁸をかけてしまうと、投資家は投資先の将来見通しを見誤ってしまい、最終的には大きな損害を被る可能性がある。このような経営者の行動を抑制するためには、経営者が予想にバイアスをかけないようモニタリングするガバナンス構造が有効な役割を果たすと考えられる。つまり、経営者に対するモニタリングやガバナンスの強さの違いが、予想の正確度に影響を与えていると考えられる。以下では、経営者を規律づける主体として、企業の内部と外部に分けて仮説の設定を行う。

5.3.1 経営者に対する企業内部からのモニタリング^{29,30}

株主と経営者の間には、プリンシパル(principal)とエージェント(agent)というエージェンシー関係があり、通常、経営者はプリンシパルである株主の利益を最大にするために行動する。しかし、経営者が株主の利益を最大にするように行動しているのか株主は直接観察することはできないという情報の非対称性(information asymmetry)が生じることや、経営者と個人が別人格であることから、経営者個人の利益を追求する可能性がある。経営者は株主の利益ではなく経営者自身の利益を最大にするために行動するというエージェンシー問題(agency problem)が生じることになる。このような経営者の行動を防止するために、株主は株主総会にて取締役を選任し、経営者以外の取締役が株主の代わりに企業の内部から経営者に対して監視を行っている。取締役は、企業の内部にいるため、様々な内部情報に接していることから、株主と比べて情報の非対称性が小さいと考えられる。もし、経営者の不適切な行動を見過ごしたならば、取締役としての任務を怠ったことになり、損害賠償責任や株主代表訴訟など当然に責任を負うことになる(岸田(2012), 神田(2014))。

予想情報が記載される決算短信は、一般に取締役会で承認を受けたのち開示される。つま

²⁸ バイアスとは、予想値と実績値の差がどの程度あるかを表すものである。差が正ならば楽観的な予測を、負ならば悲観的な予測を表しており、両者に対する経営者の意図も当然に異なると考えられる。しかし、本章は正負どちらのバイアスがあるとしても、予想値と実績値がどれだけ離れているのか、その差の量に着目して分析を行っている。例えば、正確度が高い場合には、わずかに楽観的な予想を公表したのか、わずかに悲観的な予想を公表したのか2つのバイアスがあり、それぞれに理由が異なると考えられる。このような予想情報のバイアスに関しては今後の研究課題としたい。

²⁹ わが国では、代表取締役が従業員の中から取締役を選び、さらに、取締役の中から代表取締役が選ばれる(伊藤(1994))。つまり、代表取締役は取締役の上司にあたるため、取締役が代表取締役をモニタリングすることは難しく、取締役の機能は形骸化しているという指摘もある。しかし、本章では、会社法によって定められている取締役の職務や機能、責任に則り、検証を行っている。

³⁰ ガバナンスとは、経営者に対する規律づける仕組みのことをいい、その一つとして、経営者を監視するというモニタリングがある。つまり、モニタリングはガバナンスの一部である。本章では、経営者が予想情報に裁量を加えないようにする仕組みとして、ガバナンスを取り上げているが、企業内部については、ガバナンスの中でも特にモニタリングに焦点を当て、仮説の設定を行っている。

り、取締役会は決算短信に記載される内容について吟味する最後の機関である。このことを考えると、経営者以外の取締役は、株主を代表しているという立場や保持している内部情報、法的責任の観点から、経営者が予想にバイアスをかけようとした場合でも、経営者に対して意見を述べ、さらに経営者のみが所持している内部情報をもきちんと反映させた予想を公表するように行動すると考えられる。したがって、経営者以外の取締役によるモニタリングが、経営者による予想に対するバイアスを抑制し、その結果、予想の正確度が高くなると考えられる。そこで、次の仮説を提起する。

仮説 1 経営者に対する企業内部からのモニタリングが強い企業ほど、予想の正確度は高い。

5.3.2 経営者に対する企業外部からのガバナンス

株主は、投資の結果得られる配当やキャピタルゲインなどのリターンやそれらのリスクに関心を持っている。しかし、前節で述べたように、株主と経営者の間には情報の非対称性があることから、エージェンシー問題が存在し、経営者が株主の利益を最大にする行動を必ずしも取らない可能性もある。経営者が、株主の利益のために行動するように規律づける方法として、取締役を選任して間接的に行うことのほか、株主自らが公表される会計情報などから企業に関する情報を集め、経営者に対して評価を行っている。特に、予想情報は企業の将来見通しに関する情報であり、また、内部情報を保持している経営者自らが公表する情報であることから重要な判断材料になると考えられる。こうした評価の結果、経営者が株主のために行動していないことがわかれば、株主は株主総会で発言をしたり、議決権を行使するなど経営者に対して何らかの行動を起こすことになる。

一方、経営者にとっては、予想情報はあくまでも予想であり、修正すべき基準は決められているものの、どのような予想値を公表するかは裁量に任せられている。例えば、経営者が楽観的な予想値を公表したならば、その情報を基に市場はプライシングしてしまう。そして、結果的に公表した予想値が実績値と乖離していたことがわかれば、市場はペナルティを課すだろう。その結果、株主は自身の資産価値が減少するなど大きな損害を被ると考えられる。株主はこのような損害を被った場合には、株主総会を通じて、経営者を解任させることや代表訴訟を起こして経営者に対し責任追及することが可能である(岸田(2012), 神田(2014))。こうしたことから、経営者は解任や訴訟されることを恐れ、株主が適切な意思決定ができるよ

う内部情報を反映させた予想を公表すると考えられる。株主によるモニタリングやそれに基づくガバナンスが強いほど、経営者による予想に対するバイアスを抑制し、予想の正確度が高くなると考えられる。そこで、次の仮説を提起する。

仮説 2 経営者に対する企業外部からのガバナンスが強い企業ほど、予想の正確度は高い。

5.4 分析方法とサンプル

5.4.1 経営者予想の正確性

本章では、予想情報の正確度として、予想誤差の絶対値を用いる(太田(2005), 乙政・榎本(2008))。予想の正確度は以下の(1)式で表される。

$$\text{予想の正確度} = |\text{t 期実績値} - \text{t 期期首予想値}| \div \text{t - 1 期末株価} \quad (1)$$

t 期実績値は、t 期終了後に公表される決算短信に記載された実績値であり、t 期期首予想値は、t-1 期終了後に公表される決算短信に記載された t 期最初の予想値である。なお、いずれの値も期中平均発行株式数で除して 1 株あたりに変換し、前期末株価でデフレートしている。この予想の正確度は、値が小さければ小さいほど予想が正確であることを表している。

5.4.2 分析モデル

前述の予想の正確度を用い、以下の(2)式のモデルにて仮説の検証を行う。なお、モデルの推定にはトービットモデルを用いる³¹。

$$\begin{aligned} \text{予想の正確度} = & \alpha + \beta_1 \text{内部モニタリング変数} + \beta_2 \text{外部ガバナンス変数} \\ & + \beta_3 \text{コントロール変数} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

³¹ 被説明変数である予想の正確度は絶対値をとっており((1)式参照)、さらに t 期実績値と t 期期首予想値が同じならば予想の正確度は 0 となる。実際に、図表 5-2 の記述統計をみると、全ての項目の予想の正確度で最小値が 0 をとっていることがわかる。このことから、予想の正確度は 0 を最小値とする切断分布に従うことになるため、本章ではトービットモデルを用いて推定を行う。

まず、内部モニタリング変数として、取締役の人数、社外取締役が取締役に占める割合、公認会計士や税理士といった会計専門家が取締役に占める割合、役員持株比率の4つを用いる。

Jensen(1993)は、取締役の人数が少ない場合はきちんと制御機能が働くのに対し、取締役の人数が多くなると有効に機能しなくなり、逆に最高経営責任者(CEO)が取締役を支配しやすくなると述べている。Beasley(2001)は、取締役の人数が多いほど、会計不正が行われる可能性が高くなることを明らかにしている。つまり、取締役の人数が少ないほど、有効に機能していることを示しており、Jensen(1993)を支持する結果を析出している。また、わが国においても、鈴木・胥(2000)が取締役会の人数が多すぎると取締役会が機能しなくなることを指摘している。このことを考えると、取締役の人数が少ないほど制御機能が有効に働くことで経営者に対するモニタリングは強くなり、その結果、予想の正確度が高くなると考えられる。つまり、取締役の人数と予想の正確度は正の関係になると予想される。

社外取締役は、内部取締役とは異なり経営者から独立しているため、経営者の顔色を窺うことなく率直な意見が言えると考えられる。Saito(2010)や Tsumuraya(2012)でも、社外取締役の存在が予想誤差を小さくしたり、予想の楽観度合に影響を与えていることを明らかにしている。したがって、社外取締役が取締役に占める割合が高いほど、予想の正確度は高くなると考えられる。すなわち、社外取締役が取締役に占める割合と予想の正確度は負の関係になると予想される。

会計専門家である公認会計士や税理士は、取締役としての責任に加え、自身の職業倫理の観点から、普通取締役よりも経営者に対するモニタリングが強くなると考えられる。したがって、会計専門家が取締役に占める割合と予想の正確度は負の関係になると予想される。

役員持株比率が高いことは、すなわち、経営者自身が株主となり、議決権を支配することができるため、仮説で示したような株主総会での解任や株主による責任追及が行われない可能性が高くなり、自身の地位も安定することになる。このことを考えると、役員持株比率が低いほど、予想の正確度は高くなると考えられる。つまり、役員持株比率と予想の正確度は正の関係であると予想される。

次に、外部ガバナンス変数として、上位十大持株比率、金融機関持株比率、外国法人持株比率の3つを用いる。Maug(1998)によると、大株主による所有割合が高くなるほど、経営に対するモニタリングを強めるというロックイン効果(lock-in effect)を生み出す一方、所有割合が高くなることは、すなわち、他の所有割合を減らすことになるため、株式市場の流動性を

低下させる流動性効果(liquidity effect)を生み出すことを明らかにしている。この流動性の低下により、大株主の経営の改善の期待から生じる利益が株価に反映され、株価が上昇し小口株主が大きな利益を得るというフリーライダー問題が生じるため、大株主のモニタリングを弱めてしまうことを指摘している。したがって、先行研究から大株主の所有割合と予想の正確度の関係は正負どちらの可能性もある。

わが国では金融機関による所有比率は、1990年代と比べると年々低くなってきてはいるものの、現在でも3割程度の比率を有している。乙政・榎本(2008)は、金融機関持株比率が高い企業では、金融機関による経営者に対するモニタリングが働き、予想に即した経営が行われるため、実績値が予想に接近し、予想の正確度が高まることを指摘している。したがって、金融機関持株比率が高いほど予想の正確度は高くなると考えられる。つまり、金融機関持株比率と予想の正確度は負の関係であると予想される。

近年、わが国では外国法人の持株比率が増加している。このような海外投資家には、投資の銘柄選好があることが明らかにされており(宮島・新田(2011))、Chung et al.(2004)では、ディスクロージャーの質が高い企業に投資を行う傾向があることを明らかにしている。したがって、外国法人持株比率が高いほど、予想の正確度は高くなると考えられ、両者は負の関係になると予想される。

予想の正確度は以上の変数だけでなく、他の要因からも影響を受けるため、企業規模、ROA、ROAの二乗、年次ダミー、産業ダミーをコントロール変数として追加する³²。なお、各説明変数の定義は図表 5-1 にまとめてある。

『挿入：図表 5-1 変数の定義』

5.4.3 サンプル

本章の分析対象期間は 2003 年 3 月期から 2010 年 3 月期までとし、分析対象企業は(1)東京

³² 企業規模について、太田(2005)では、規模の大きい企業ほど予想の正確度が高くなることを明らかにしている。これは、規模が大きいほど市場からの注目度も高く、様々なステークホルダーからモニタリングを受けるためと考えられる。したがって、企業規模と予想の正確度の関係は負になると予想される。また、企業の業績も予想情報に影響を与えると考えられる。Ota(2006)は、赤字企業の予想は楽観的であることを、Kato et al.(2009)は ROA が低い企業は楽観的な予想を公表することを明らかにしている。つまり、業績が悪い企業ほど楽観的な予想(実績値から予想値を差し引いた値(予想誤差)が負)になると考えられる。しかし、本章は予想誤差の絶対値である予想の正確度を対象としているため、業績と予想の正確度の関係は非線形になると考えられる。したがって、ROA と ROA の二乗をコントロール変数として組み込んでいる。

証券取引所第一部に上場している一般事業会社で、決算月数が12ヶ月の3月決算企業であること、(2)米国会計基準を採用していないこと、(3)決算短信において、売上高・経常利益・当期利益の通期連結業績予想を5月末までに公表していること、(4)その他分析に必要なデータが使用するデータベースより入手できることの以上4つの基準で選択している。極端な観測値による結果への影響を除去するために、コントロール変数は上下0.1%を、内部モニタリング変数と外部ガバナンス変数は上位0.1%を外れ値としてサンプルから除外している。その結果、分析に用いられるサンプルは7549企業-年度である。なお、予想情報は「日経 NEEDS 会社発表データ」から、総資産などの会計データと株式所有構造のデータは「日経 NEEDS(一般事業会社)」から抽出している。また、取締役や社外取締役の人数などのデータは、東洋経済新報社の「役員四季報」から手作業で収集している。

5.5 分析結果

5.5.1 記述統計

図表 5-2 には、分析で使用する変数の記述統計量を示している³³。まず、予想の正確度をみると、売上高の平均値が0.221で他の項目と比べて一番大きい。また、最小値0、最大値6.284と値の幅もかなり大きいことがわかる。このことから、売上高の予想の正確度は他の予想に比べて低く、ばらつきがあることがわかる。また、経常利益の最大値は1.158と一番小さくなっており、経常利益のばらつきは予想の中でも小さいことがわかる。なお、全ての予想の正確度の最小値が0となっている。つまり、予想が正確である企業も存在していることがわかる。

次に、内部モニタリング変数をみると、取締役の人数の平均値が10.059、中央値が9となっており、サンプル企業では取締役は10人程度であることがわかる。東京証券取引所が公表している「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書」によると、2006年9.66人、2008年9.32人、2010年8.97人となっており、本章のサンプルも同様の結果になっている。社外取締役の割合は、最小値0、最大値0.600となっていることから、社外取締役がいない企業もあれば、取締役の半数以上を占めている企業もあり、ばらつきがあることがわかる。会計専

³³ 決算短信に記載される予想項目に営業利益もあるが、2007年3月期から開示が求められたため、分析からは除外している。

門家の割合は、最小値 0、最大値 0.200 となっている。つまり、会計専門家は多い企業でも取締役の 2 割であることがわかる。役員持株比率をみると、平均値は 0.033(3.3%)となっている。宮島・新田(2011)によると、東京、大阪、名古屋の三市場の役員持株比率の平均は、2001 年度末 3.6%、2006 年度末 4.8%、2008 年度末 4.7%となっており、本章のサンプルもこの値に近くなっている。

最後に、外部ガバナンス変数を見ると、上位十大持株比率の平均値は 0.455、中央値は 0.429 となっている。すなわち、大株主による株式所有は約 4 割であることがわかる。次に、金融機関持株比率をみると、平均値 0.292、中央値 0.284 であることから、金融機関による株式所有は 3 割程度であることがわかる。外国法人持株比率をみると、平均値 0.118、中央値 0.088 となっている。東京証券取引所が行った株式分布の調査結果によると、サンプル期間における金融機関の持株比率は約 22%~31%、外国法人の持株比率は約 20%~22%であり、本章のサンプル企業も同様の結果を示している。

図表 5-3 には相関係数が示されている。売上高などの各予想の正確度と社外取締役の割合、金融機関持株比率、外国法人持株比率、企業規模、ROA との関係は、予想通りの相関関係が確認できる。全体的に相関係数の値は高くないが、外国法人持株比率と企業規模の相関係数が 0.656 とかなり高くなっているため、分析の際に多重共線性が生じる可能性がある。したがって、分析は企業規模を含めたモデルと除外したモデルの 2 つについて行う。

『挿入：図表 5-2 記述統計量』

『挿入：図表 5-3 相関係数』

5.5.2 モニタリングやガバナンスが経営者の予想の正確度に与える影響

図表 5-4 では、売上高、経常利益、当期利益それぞれの予想の正確度ごとに、企業規模を含めた場合の(2)式の推定結果を示している。

内部モニタリング変数を見ると、取締役の人数において、当期利益の係数は負値で統計的に有意になっているものの、予測と逆の符号になっている。また、売上高と経常利益については、係数は正値であるが統計的に有意な結果は得られていない。つまり、取締役の人数が多いほど当期利益の予想の正確度が高くなることが明らかになった。役員持株比率については、売上高で係数が負値で統計的に有意な結果を析出しているものの、予測とは逆の符号を

示している。これは、役員持株比率が高いほど売上高の予想の正確度は高くなることを示しており、乙政・榎本(2008)とは異なる結果を析出している。その他の変数である社外取締役の割合については、売上高の係数が正值で予測と逆の符号になっているが、経常利益と当期利益では係数が負値になっており予測通りの符号になっている。会計専門家の割合については、全ての予想項目の係数は負値で予測通りの符号になっている。しかし、いずれにしても統計的に有意な結果は得られなかった。この社外取締役の結果は Ajinkya et al.(2005)や Karamanou and Vafeas(2005)とは異なる結果を析出している。以上の結果をまとめると、企業内部からのモニタリングに関する仮説 1 は成立しないことが明らかになった。つまり、経営者に対する企業内部からのモニタリングは、予想情報の正確度にはあまり影響を与えていないことを示唆している。なかでも、取締役の人数の結果については、より正確な予想情報を作成するためには、数多くの取締役が必要であることを示唆しており、わが国の予想情報では、同制度に習熟した取締役の存在が必須であると考えられる。

次に、外部ガバナンス変数に関しては、上位十大持株比率において、全ての予想項目で係数が負値になっており、統計的にも有意な結果を析出している。すなわち、大株主による持株比率が高いほど予想の正確度は高くなることが明らかになった。この結果は、大株主による所有が高くなると経営者に対するガバナンスが強まり、予想の正確度が高まることを示唆しており、大株主によるガバナンスが予想情報に影響していると考えられる。金融機関持株比率については、売上高と当期利益で係数が負値で統計的にも有意な結果を示している。すなわち、金融機関持株比率が高いほど、売上高と当期利益の予想の正確度は高いことを示している。当期利益については乙政・榎本(2008)と同様の結果であるが、さらに今回、売上高の予想の正確度も高いことが明らかになった。これは、金融機関によるガバナンスは最終的な結果である当期利益に対してだけでなく、営業活動そのものである売上高にも影響を与えていると考えられる。外国法人持株比率については、経常利益と当期利益において、係数が正值で統計的に有意になっており、予測とは異なる結果になっている。すなわち、外国法人持株比率が高いほど、経常利益と当期利益の予想の正確度は低くなることを示しており、乙政・榎本(2008)とは異なる結果を析出している。また、売上高では係数が負値ではあるものの統計的に有意ではない。この結果は、前節で述べた通り、外国法人持株比率と企業規模の相関が高いため、推定結果に影響を及ぼしている可能性がある。したがって、(2)式から企業規模を除き再度分析を行った。図表 5-5 にはその推定結果を示している。

内部モニタリング変数に関して、取締役の人数をみると、全ての予想項目の係数は負値で、

予測と逆の符号になっており、経常利益と当期利益については統計的にも有意な結果を析出している。つまり、取締役の人数が多いほど経常利益と当期利益の予想の正確度が高くなることを示している。企業規模を含めた場合では、売上高と経常利益の係数は正值を示していたが、企業規模を除いた場合ではどちらも係数が負値になっており、特に経常利益については統計的にも有意な結果を析出している。企業規模と取締役の人数の相関をみると 0.393 となっており、企業規模の影響を受けたために推定結果が変わったものと考えられる。次に、役員持株比率をみると、企業規模を含めた場合と同様に売上高の係数が負値で統計的に有意な結果を析出しており、役員持株比率が高いほど売上高の予想の正確度が高くなることを示唆している。その他の変数である社外取締役の割合や会計専門家の割合については、一部で符号の変更はあるものの、企業規模を含めた場合と同様に有意な結果は得られなかった。以上の結果をまとめると、企業規模を除いた場合も、経営者に対する企業内部からのモニタリングに関する仮説 1 は成立しないことが明らかになった。

次に、外部ガバナンス変数をみると、上位十大持株比率において、全ての予想項目で係数が負値で統計的にも有意な結果を析出しており、企業規模を含めた場合と同様の結果になっている。金融機関持株比率においては、全ての予想項目で係数が負値で統計的に有意な結果を示している。すなわち、金融機関持株比率が高いほど、全ての予想の正確度が高くなることを示している。経常利益については、企業規模を含めた場合の結果は統計的に有意でなかったものの、企業規模を除いた場合は統計的に有意な結果が析出された。企業規模と金融機関持株比率の相関をみると 0.380 となっており、企業規模を含めた場合の結果はわずかにその影響を受けたものと考えられる。外国法人持株比率については、売上高と当期利益で予測通り負値となっており、統計的にも有意な結果が得られている。つまり、外国法人持株比率が高い企業ほど、売上高と経常利益の予想の正確度が高いことを示している。しかし、当期利益については、有意な結果は得られず、係数も正值と予測と逆の符号になっており、乙政・榎本(2008)と異なる結果になっている。企業規模を除いた場合の推定結果はおおむね予測通りの結果が析出されているのに対し、企業規模を含めた場合の推定結果は係数が有意ではなく、予測と逆の結果を示している。これは、予想の正確度に対する企業規模の影響と外国法人持株比率の影響が重複してしまったため、企業規模を含めた場合ではあまり良い結果が得られなかったものと考えられる。以上の結果をまとめると、経営者に対する企業外部からのガバナンスについては、おおかた仮説 2 が成立する。つまり、企業外部からの経営者に対するガバナンスは、予想情報の正確度に影響を与えていることを示唆している。

『挿入：図表 5-4 分析結果（企業規模あり）』

『挿入：図表 5-5 分析結果（企業規模なし）』

5.6 おわりに

本章では、企業の機関構造や株式所有構造といったガバナンス構造の違いが、予想情報の正確度に与える影響について分析を行った。予想情報は経営者自ら自社の業績見通しを予測するものである。しかし、予想情報は法定開示ではなく、あくまでも予想であるため、公表された予想値が正しいものなのか、その正確度が重要になってくる。先行研究において、予想の正確度や誤差に影響を与える要因が徐々に明らかにされてはいるもののまだ少なく、特に企業のガバナンス構造に着目した分析はまだあまり行われていない。そこで本研究では、経営者の行動を規律づけるガバナンス構造を取り上げ、ガバナンス構造の違いが予想の正確度に与える影響について分析を行った。分析の結果は次の通りである。

経営者に対する企業内部からモニタリングについては、まず、取締役の人数が多いほど経常利益と当期利益の予想の正確度が高いことが明らかになった。この結果は、予想とは逆の結果であり、より正確な予想情報の作成には、数多くの取締役が必要であり、わが国で普及する予想情報制度には同制度に習熟した取締役の存在が必須であると解釈できる。次に、役員持株比率が高いほど、売上高の正確度が高くなることが明らかになった。その他、取締役に占める社外取締役の割合や会計専門職の割合についても有意な結果は得られなかった。米国の先行研究において、社外取締役が取締役に占める割合が高いほど予想の正確度が高まることが示されている。しかし、社外取締役が取締役に占める割合が高い米国と比べ、わが国では社外取締役を選任している企業自体少なく、たとえ選任していても人数が少ない。近年、東京証券取引所では上場企業に対し社外取締役などの独立役員の導入を求めている。導入がさらに進めば、予想情報の正確度にも影響を与える可能性がある。以上の結果をまとめると、企業内部から経営者をモニタリングするガバナンス構造は、予想情報の正確度にはあまり影響を与えないことが明らかになった。

次に、企業外部からの経営者に対するガバナンスについては、上位十大持株比率が高い企業ほど、全ての予想項目の正確度が高いことが明らかになった。この結果は、大株主による

ガバナンスが経営者の行動を抑止し、その結果、経営者は正確度の高い予想情報を公表すると解釈できる。次に、金融機関持株比率が高い企業ほど、全ての予想項目の正確度が高いことが明らかになった。先行研究において、金融機関持株比率が高い企業の予想の正確度が高い理由として、金融機関のガバナンスにより予想に即した経営が行われていることが指摘されているが、全ての予想項目で正確度が高いという本章の結果は、その指摘を裏付ける結果になっている。また、外国法人持株比率が高い企業ほど売上高と経常利益の予想の正確度が高いことが明らかになった。外国人投資家は物言う株主と言われるように、株主総会において経営者に対して発言をしたり、議決権を行使するなど経営者に対するガバナンスを積極的に行っている。そのため、経営者は株主のために経営を行っていることを示すために、企業の営業活動を表す売上高とその結果である経常利益に関して、内部情報を反映させた信頼性の高い情報を公表していると考えられる。以上をまとめると、企業外部からの経営者に対するガバナンスは、予想情報の正確度に影響を与えていることが明らかになった。

よって、本章の結果は、経営者に正確度の高い予想情報を公表させるためには、企業の内部においては、経営者が予想に裁量を加えないようモニタリングを強めるのではなく、むしろ予想情報の制度に習熟した取締役の人数を増やすことによって、経営者が予想情報を作成する際に相談できる環境を整える必要があること、企業の外部においては、株式の所有構造によるガバナンスが効果的であること、と考えられる。

最後に、今後の課題について提示する。まずは、モニタリングの代理変数についてである。本章では、企業内部からのモニタリングの代理変数として取締役の人数や社外取締役の割合など取締役会の特性を取り上げて分析を行った。経営者をモニタリングするガバナンス構造に関しては数多くの研究が進められており、特に、わが国には監査役会や、株式持ち合いなど他国にはない独自の特徴がある。これらが予想情報の正確度にどのような影響を与えているのかについては、今後さらに分析を進めていきたい。次に、外部ガバナンス間の影響についてである。本章では、企業外部からのガバナンスの代理変数として、3つの株主に注目して分析を行った。しかし、株主同士がどのように関連し、予想の正確度に影響を及ぼしているのか大株主間の差については分析を行っていない。この点についても、今後の研究課題としたい。

近年、会社法では社外取締役の要件を見直す改正が行われたり、証券取引所が「コーポレート・ガバナンス報告書」の開示を求めるなど、コーポレート・ガバナンスの強化が進められている。このようなガバナンスの強化が予想情報に影響を及ぼしているのか、以前よりも

強化されているのかについても今後検証する必要がある。

図表 5-1 変数の定義

変数名	定義
内部モニタリング変数	
取締役の人数	取締役の人数
社外取締役の割合	「役員四季報」に記載されている社外取締役の人数を取締役の人数で除した数
会計専門家の割合	取締役で、かつ、公認会計士または税理士である人数を取締役の人数で除した数
役員持株比率	役員持株数を発行済株式数で除した数
外部ガバナンス変数	
上位十大持株比率	上位十大持株数を発行済株式数で除した数
金融機関持株比率	金融機関持株数を発行済株式数で除した数
外国法人持株比率	外国法人等持株数を発行済株式数で除した数
コントロール変数	
ROA	当期利益を期末総資産で除した数
ROA の二乗	上記 ROA を二乗した数
企業規模	5 月末株価と発行済株式数を掛けたものの自然対数
年次ダミー	年度を表すダミー変数
産業ダミー	日経中分類に基づくダミー変数

図表 5-2 記述統計量

	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差	サンプル数
予想の正確度						
売上高	0.221	0.091	0	6.284	0.420	7549
経常利益	0.046	0.022	0	1.158	0.072	7549
当期利益	0.050	0.017	0	2.403	0.112	7549
内部モニタリング変数						
取締役の人数	10.059	9	3	36	4.210	7549
社外取締役の割合	0.006	0	0	0.600	0.101	7549
会計専門家の割合	0.002	0	0	0.200	0.018	7549
役員持株比率	0.033	0.004	0	0.517	0.071	7549
外部ガバナンス変数						
上位十大持株比率	0.455	0.429	0	0.862	0.136	7549
金融機関持株比率	0.292	0.284	0.003	0.646	0.122	7549
外国法人持株比率	0.118	0.088	0.000	0.640	0.105	7549
コントロール変数						
企業規模	24.693	24.480	21.421	29.426	1.415	7549
ROA	0.021	0.021	-0.442	0.231	0.041	7549
ROA の二乗	0.002	0.001	0.000	0.195	0.006	7549

(注) 変数の定義は次の通りである。予想の正確度：t 期実績値と t 期期首予想値の差の絶対値を t-1 期末株価で除した数。
 なお、t 期実績値と t 期期首予想値は期中平均発行株式数にて 1 株あたりに変換している。内部モニタリング変数、外部ガバナンス変数、コントロール変数については図表 5-1 参照。

図表 5-3 相関係数

	売上高	経常利益	当期利益	取締役の人数	社外取締役の割合	会計専門家の割合	役員持株比率	上位十大持株比率	金融機関持株比率	外国法人持株比率	企業規模	ROA	ROA の二乗
売上高	1.000												
経常利益	0.440 ***	1.000											
当期利益	0.351 ***	0.671 ***	1.000										
取締役の人数	-0.064 ***	-0.098 ***	-0.101 ***	1.000									
社外取締役の割合	-0.021 *	-0.007	-0.005	-0.047 ***	1.000								
会計専門家の割合	0.005	0.001	-0.003	-0.049 ***	0.100 ***	1.000							
役員持株比率	-0.032 ***	-0.016	-0.028 **	-0.157 ***	-0.078 ***	0.058 ***	1.000						
上位十大持株比率	0.008	0.001	-0.048 ***	-0.054 ***	0.099 ***	0.052 ***	0.262 ***	1.000					
金融機関持株比率	-0.127 ***	-0.107 ***	-0.098 ***	0.249 ***	-0.066 ***	-0.074 ***	-0.316 ***	-0.391 ***	1.000				
外国法人持株比率	-0.155 ***	-0.108 ***	-0.113 ***	0.131 ***	0.113 ***	0.028 **	-0.069 ***	-0.079 ***	0.222 ***	1.000			
企業規模	-0.230 ***	-0.217 ***	-0.196 ***	0.393 ***	0.111 ***	-0.036 ***	-0.160 ***	-0.129 ***	0.380 ***	0.656 ***	1.000		
ROA	-0.220 ***	-0.373 ***	-0.552 ***	0.028 **	0.016	0.021 *	0.090 ***	0.147 ***	0.047 ***	0.262 ***	0.223 ***	1.000	
ROA の二乗	0.017	0.209 ***	0.372 ***	-0.070 ***	0.053 ***	0.005	0.076 ***	0.083 ***	-0.083 ***	0.106 ***	0.043 ***	-0.232 ***	1.000

(注) ピアソンの相関係数を表している。なお、***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す。表中の売上高、経常利益、当期利益はそれぞれの予想の正確度を表している。なお、予想の正確度は t 期実績値と t 期期首予想値の差の絶対値を t-1 期末株価で除したものである。その他の変数の定義については図表 5-1 参照。

図表 5-4 分析結果（企業規模あり）

	売上高			経常利益		当期利益	
	符号	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
定数項		1.351	11.68 ***	0.320	16.68 ***	0.337	12.46 ***
内部モニタリング変数							
取締役の人数	(+)	0.002	1.55	0.000	0.67	-0.001	-2.57 ***
社外取締役の割合	(-)	0.037	0.83	-0.000	-0.03	-0.001	-0.14
会計専門家の割合	(-)	-0.294	-1.20	-0.040	-0.98	-0.025	-0.43
役員持株比率	(+)	-0.295	-4.32 ***	0.006	0.52	-0.013	-0.83
外部ガバナンス変数							
上位十大持株比率	(+/-)	-0.109	-2.91 ***	-0.013	-2.06 **	-0.033	-3.74 ***
金融機関持株比率	(-)	-0.139	-3.07 ***	-0.009	-1.21	-0.023	-2.16 **
外国法人持株比率	(-)	-0.028	-0.47	0.049	4.98 ***	0.079	5.63 ***
コントロール変数							
企業規模	(-)	-0.041	-8.16 ***	-0.010	-12.46 ***	-0.010	-8.71 ***
ROA	(-)	-1.135	-9.37 ***	-0.432	-21.49 ***	-1.184	-41.73 ***
ROA の二乗		0.756	0.94	1.778	13.36 ***	5.274	28.09 ***
年次ダミー		Yes		Yes		Yes	
産業ダミー		Yes		Yes		Yes	
Log likelihood		-3152.42		10404.58		7806.92	
サンプル数		7549		7549		7549	

(注) t 値は漸近的 t 値を示しており、***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す。その他変数の定義は図表 5-1、図表 5-2 を参照。なお、コントロール変数である年次ダミーと産業ダミーの係数は省略している。

図表 5-5 分析結果（企業規模なし）

	売上高		経常利益		当期利益		
	符号	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
定数項		0.441	14.23 ***	0.090	17.31 ***	0.110	15.15 ***
内部モニタリング変数							
取締役の人数	(+)	-0.001	-1.18	-0.001	-3.57 ***	-0.002	-5.71 ***
社外取締役の割合	(-)	0.017	0.37	-0.005	-0.72	-0.007	-0.62
会計専門家の割合	(-)	-0.191	-0.78	-0.014	-0.33	0.001	0.02
役員持株比率	(+)	-0.274	-4.00 ***	0.011	0.98	-0.008	-0.50
外部ガバナンス変数							
上位十大持株比率	(+/-)	-0.118	-3.14 ***	-0.015	-2.41 **	-0.035	-3.98 ***
金融機関持株比率	(-)	-0.234	-5.35 ***	-0.033	-4.55 ***	-0.047	-4.56 ***
外国法人持株比率	(-)	-0.329	-6.96 ***	-0.027	-3.41 ***	0.004	0.32
コントロール変数							
企業規模							
ROA	(-)	-1.234	-10.18 ***	-0.457	-22.61 ***	-1.208	-42.59 ***
ROA の二乗		0.464	0.58	1.704	12.68 ***	5.201	27.59 ***
年次ダミー			Yes		Yes		Yes
産業ダミー			Yes		Yes		Yes
Log likelihood			-3185.55		10327.75		7769.16
サンプル数			7549		7549		7549

(注) t 値は漸近的 t 値を示しており、***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す。その他変数の定義は図表 5-1、図表 5-2 を参照。なお、コントロール変数である年次ダミーと産業ダミーの係数は省略している。

第6章 結び

6.1 各章の要約と発見事項

本論文の目的は、わが国の経営者予想情報に対し、2つの問題「市場は経営者予想情報をどのように評価しているのか」「経営者予想情報は、正確度の高い情報なのか」を提起し、これらを解明するために第4章と第5章で実証的な分析を行った。以下では、本論文の各章の要約と発見事項についてまとめている。

まず、分析に先立ち、第2章では、わが国の経営者予想情報の歴史について整理した。わが国の経営者予想はどのような経緯で始まり、現在に至っているのか。これらを整理することで、第4章と第5章で行う分析の解釈やその後の議論を深めることが目的である。わが国の経営者予想情報は、現在、証券取引所からの要請という形で行われている。しかし、その始まりは、東京証券取引所内にある記者クラブからの要請であった。つまり、経営者予想情報は、実務側からの要請によって始まった情報である。また、当時開示を求めている予想項目も、営業利益が含まれていないだけで、現在とほとんど差はない。つまり、わが国では、要請の主体は異なっているものの、かなり早い段階から現在の形式に近い形で予想値の公表が行われていた。その後、昭和55年に、記者クラブから全国証券取引所協会に移管され、現在に至っている。証券取引所に移管してからも、経営者予想情報に関して様々な見直しが行われた。主なものとして、新たに営業利益が予想項目として追加されたこと、企業の実態に合わせて予想項目の増減や文章による記述も認められるようになったこと、があげられる。このことから、現在の経営者予想情報は、企業にとって、以前よりも弾力性が高くなっているといえる。

第3章では、経営者予想情報に関する国内外の研究のサーベイを行った。サーベイは、本論文の2つの問題に関連するものを中心に行っている。まず、第1の問題に関連する「経営者予想情報に対する市場の反応に関する研究」については、多くの研究で市場は経営者予想情報に対して反応を示していることを析出していた。つまり、経営者予想情報は投資の意思決定に有用な情報であることが明らかになっている。さらに、市場の反応は、経営者予想情報の内容の良し悪しや最終的に予想を達成したか否かによっても大きく異なることが示されていた。次に、第2の問題に関連する「経営者予想情報の特徴に関する研究」についてサー

ベイを行った。主な結果は、財務的な困窮している企業や倒産直前の企業、新規公開企業、赤字企業などの経営者予想は楽観的であることが明らかになった。これに対し、高い利益成長をしている企業や情報開示に伴う法的責任を回避したい企業などの経営者予想は悲観的であることが明らかになった。さらに、経営者予想の正確度については、公益産業、経営者持株比率が低い企業、金融機関持株比率や外国法人持株比率が高い企業などの正確度が高いのに対し、「食料品」「繊維工業」「硝子・土石製品」「非鉄金属」「輸送用機械器具」の5業種の正確度は低いことが明らかになった。

前章までの議論をふまえて、第4章と第5章では、本論文の2つの問題を解明するために実証的な分析を行った。まず、第4章では、第1の問題「市場は、経営者予想情報をどのように評価しているのか」の解明に取り組んだ。多くの先行研究が、市場は経営者予想情報に反応していることを示している。また、予想の良し悪しや達成・未達成によっても、反応は大きく異なることも明らかにされている。これらを考えれば、経営者は、ある程度自由に決められることができる予想値をつかって、市場の反応を何らか操作しようとするだろう。しかし、市場は経営者予想情報をそこまで評価しているのだろうか。そこで、予想値に対する市場の評価の比較対象として実績情報を取り上げ、予想情報よりも実績情報の方が市場の反応は大きい、という仮説の設定し分析を行った。分析の結果、(1)売上高は、予想情報をより評価していること、(2)経常利益と当期純利益は、短期的には実績情報をより評価しているが、長期的には経営者予想と実績情報を同等に評価していること、(3)1株当たり当期純利益は、経営者予想情報と実績情報を同等に評価していることが明らかになった。これは、市場は4つある予想項目の中でも、項目ごとにそれぞれ評価が異なることを示唆している。また、この分析結果は、最近行われている、経営者は市場の反応を調整するために戦略的に予想値を開示しているという予想開示行動の研究に対しても、意義があると考えられる。すなわち、予想項目の中でも、経常利益と当期純利益については、経営者が市場の反応を調整するために実績情報に裁量を加えても、その効果は短期的ではなく、長期的には市場の反応を調整することは難しいことを示唆している。1株当たり当期純利益については、経営者予想情報と実績情報のどちらか一方に裁量を加えても、市場の反応を調整することは難しいことを示唆している。

第5章は、第2の問題である「経営者予想情報は、正確度の高い情報なのか」に取り組んだ。第4章では、市場は予想項目ごとに異なるものの、経営者予想情報がある程度評価していることが明らかになった。しかし、そもそも経営者予想情報は正確なのだろうか。経営者

予想情報は、あくまでも証券取引所からの要請によるものである。さらに、予想値は、修正すべき基準は決められているものの、どのような数値を公表するのかは経営者の裁量に委ねられる。もし、経営者が予想値に裁量を加え、不正確な情報を公表したならば、その情報を基に意思決定を行った投資家はのちに大きな損害を被る可能性がある。そこで本論文では、経営者が予想値に裁量を加えないよう規律づける仕組みであるガバナンス構造を取り上げ、経営者予想情報の正確度との関係进行分析した。つまり、経営者に対する規律づけが強いほど、経営者予想情報の正確度が高くなるとが想定される。そこで本論文では、経営者を規律づける主体を企業内部と外部に分けて仮説の設定を行った。具体的には「企業内部からのモニタリングが強い企業ほど、予想の正確度は高い」「企業外部からのガバナンスが強い企業ほど、予想の正確度は高い。」という2つの仮説を設定した。

本論文の分析によって、企業内部からのモニタリングについては、(1)取締役の人数が多いほど、経常利益と当期利益の予想の正確度が高いこと、(2)役員持株比率が高いほど、売上高の予想の正確度が高いこと、が明らかになった。この結果は、より正確な予想値の作成には、数多くの取締役が必要であり、わが国で普及する経営者予想情報制度には同制度に習熟した取締役の存在が必須であると解釈できる。

次に、企業外部からのガバナンスについては、まず、上位十大持株比率や金融機関持株比率が高いほど、全ての予想項目で正確度が高いことが明らかになった。大株主によるガバナンスが、経営者の行動を抑制し、その結果、正確度の高い予想値が公表されていると解釈できる。先行研究では、金融機関のガバナンスにより、予想に即した経営が行われていることが指摘されている。金融機関持株比率が高いほど、全ての予想項目で正確度が高いという本章の結果は、その指摘を裏付ける結果になっている。最後に、外国法人持株比率が高いほど、売上高と経常利益の予想の正確度が高いことが明らかになった。外国人投資家は物言う株主と言われるように、株主総会において経営者に対して発言をしたり、議決権を行使するなど経営者に対するガバナンスを積極的に行っている。そのため、経営者は株主のために経営を行っていることを示すために、企業の営業活動を表す売上高とその結果である経常利益に関して、正確度の高い予想値を公表していると考えられる。

以上の結果は、経営者に正確度の高い予想情報を公表させるためには、企業の内部においては、経営者が予想に裁量を加えないようモニタリングを強めるのではなく、むしろ経営者予想情報の制度に習熟した取締役の人数を増やすことによって、経営者が予想情報を作成する際に相談できる環境を整える必要があること、企業の外部においては、株式の所有構造に

よる経営者に対するガバナンスが効果的であること、を示唆している。

6.2 今後の研究課題

最後に、本論文の課題と今後の研究課題について述べる。

わが国では、事業年度終了後に予想値を公表し、その後、期中にて予想の修正が行われる場合がある。そして、1年後には、最終的な結果である実績値の公表が行われる。つまり、一年を通じて、継続的に情報が公表されている。また、経営者は、一般的に、最初に楽観的な予想を公表して、期中に下方修正し、最後に実績が予想を上回るようポジティブ・サプライズを作り出す傾向があることが言われている。このことを考えると、情報の出し方の違いによっても、経営者予想情報と実績情報に対する市場の反応は異なる可能性がある。また、情報の出し方だけではなく、タイミングによっても異なる可能性がある。例えば、事業年度終了後から決算短信が公表される間に、予想値の修正を行えば、市場はその値をほぼ実績値と予測するだろう。そうであれば、当然実績情報に対する評価は小さくなると考えられる。このような、経営者の情報の出し方やタイミングなどパターンの違いによっても、経営者予想情報と実績情報に対する市場の評価は異なるのか、この点についても今後明らかにしていきたい。

第5章では、ガバナンス構造が経営者予想情報の正確度に与える影響について分析を行った。正確度とは、予想と実績がどれだけ離れているのか、その量を表すものである。例えば、正確度が高い場合には、予想が実績値よりもわずかに大きかったケースと、わずかに小さかったケースの両方が含まれることになる。経営者からすれば、両者の理由や意図は当然に異なると考えられる。今後、経営者がどのように考えて、予想値を開示しているのか、経営者の動機を解明する必要がある。

わが国では現在、決算短信の他に、四半期決算短信の開示も行われている。しかし、本論文のサンプル期間には、四半期決算短信がまだ確立されていなかったため、これらの情報を一切考慮しなかった。今後、経営者予想情報の分析を行う際には、四半期決算短信の影響も含める必要がある。

参考文献

- 浅野敬志(2009)「経営者の業績予想と市場の評価」, 黒川行治編『実態分析 日本の会計社会
市場の質と利益の質』中央経済社, 211-243 頁.
- 飯沼和雄(2006)「東京証券取引所における適時開示制度の整備—適時開示の充実を目指して—」『月刊資本市場』第 252 巻, 35-50 頁.
- 石塚博司・佐藤紘光・竹本達広(1980)「利益予測情報と株式市場」『企業評価と経営財務 (日本経営財務研究学会編)』中央経済社, 142-164 頁.
- 伊藤邦雄(1994)「コーポレート・ガバナンスの現状と課題」『企業会計』第 46 巻第 2 号, 25-33 頁.
- 大鹿智基(2008)「情報開示に対する経営者の姿勢と株式市場の反応—株主総会活性化と会計情報有用性—」『証券アナリストジャーナル』第 46 巻第 5 号, 82-92 頁.
- 太田浩司(2004)「経営者の利益予想情報の有用性」, 須田一幸編『ディスクロージャーの戦略と効果』, 森山書店, 169-208 頁.
- 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』第 18 巻, 141-159 頁.
- 太田浩司(2006)「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, 53-94 頁.
- 太田浩司(2008)「経営者とアナリストの業績予想」『現代のディスクロージャー 市場と経営を革新する (柴・須田・薄井編著)』中央経済社, 530-564 頁.
- 岡部孝好(1994)『会計報告の理論—日本の会計の探求—』, 森山書店.
- 小佐野広(2001)『コーポレートガバナンスの経済学 金融契約理論からみた企業論』, 日本経済新聞社.
- 音川和久(1999)『会計方針と株式市場』, 千倉書房.
- 音川和久(2001)「新規株式公開と経営者の業績予想」『産業経理』第 61 巻第 3 号, 50-58 頁.
- 乙政正太・榎本正博(2008)「株式の所有構造と経営者の業績予想」『産業経理』第 68 巻第 3 号, 75-85 頁.
- 川村正幸編著(2014)『金融商品取引法 第 5 版』, 中央経済社.
- 神田秀樹(2014)『会社法 第 16 版』, 弘文堂.

- 岸田雅雄(2012)『ゼミナール会社法入門 第7版』日本経済新聞出版社.
- 金融庁(2010)「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン～新成長戦略の実現に向けて～」(<http://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20101224-5/01.pdf>).
- 國村道雄(1980)「利益予測と会計情報」『企業会計』第32巻第4号, 38-44頁.
- 國村道雄・久保暢(2013)「わが国における経営者業績予想の改訂について」『彦根論叢』第395号, 34-47頁.
- 久保幸年(2007)『適時開示ハンドブック(第2版)』, 中央経済社.
- 古賀智敏編著(1995)『予測財務情報論』, 同文館.
- 後藤雅敏(1997)『会計と予測情報』, 中央経済社.
- 後藤雅敏・桜井久勝(1993)「利益予測情報と株価形成」『會計』第143号第6号, 77-87頁.
- 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎(2015)『金融商品取引法入門 第4版』, 商事法務.
- 桜井久勝(1991)『会計利益情報の有用性』, 千倉書房.
- 桜井久勝・後藤雅敏(1992)「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141巻第6号, 43-57頁.
- 宋戸善一・大崎貞和(2013)『ゼミナール金融商品取引法』, 日本経済新聞出版社.
- 上場制度整備懇談会「第32回 議事要旨」(http://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/forecast/tvdivq0000004vt9-att/20111124_a.pdf).
- 鈴木広樹(2014)『適時開示実務入門』, 同文館出版.
- 鈴木誠・胥鵬(2000)「取締役人数と企業経営」『証券アナリストジャーナル』第38巻第9号, 47-65頁.
- 須田一幸(2000)『財務会計の機能 理論と実証』, 白桃書房.
- 須田一幸・太田浩司(2004)「倒産企業の会計操作(三)—経営者による利益予想の分析—」『會計』第165巻第6号, 111-927頁.
- 須田一幸・首藤昭信(2004)「経営者の利益予想と裁量的会計行動」、須田一幸編『ディスクロージャーの戦略と効果』, 森山書店, 211-229頁.
- 須田一幸・花枝英樹(2008)「日本企業の財務報告—サーベイ調査による分析—」『証券アナリストジャーナル』第46巻第5号, 51-69頁.
- 棚橋則子(2014)「経営者予想情報と実績情報に対する市場の反応」『証券アナリストジャーナル』第52巻第12号, 103-112頁.
- 棚橋則子(2015)「ガバナンス構造の違いが経営者予想の正確度に与える影響」(『オイコノミ

カ』査読後受理 掲載予定)

土本清幸・飯沼和雄(2007)「東京証券取引所における適時開示政策の変遷」『現代ディスクロージャー研究』第7巻, 23-30頁.

円谷昭一(2007a)「インベスター・リレーションズ(IR)と業績予想の関係」『会計』第172巻第4号, 93-108頁.

円谷昭一(2007b)「業績予想における株価形成と企業特性」『企業会計』第59巻第12号, 105-114頁.

円谷昭一(2013)「社外取締役の存在と業績予想バイアスの関係」『会計』第184巻第4号, 521-532頁.

東京証券取引所(2000)『東京証券取引所50年史資料集 制度編』, 東京証券取引所.

東京証券取引所(2010)『東京証券取引所60年史 制度編』, 東京証券取引所.

東京証券取引所(2011)「「上場会社における業績予想開示の在り方に関する研究会報告書」の概要」 (<http://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/forecast/tvdivq0000004vt9-att/b7gje6000001vb5d.pdf>).

東京証券取引所(2012)「業績予想開示に関する実務上の取扱いについて」 (<http://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/forecast/tvdivq0000004vt9-att/b7gje6000002f7t2.pdf>).

東京証券取引所(2015)『会社情報適時開示ガイドブック 2015年6月版』, 東京証券取引所.

東京証券取引所(2015)「平成27年3月期決算短信発表状況の集計結果について」 (<http://www.jpx.co.jp/news/1023/nlsgeu0000010f85-att/nlsgeu0000010f9y.pdf>).

奈良沙織・野間幹晴(2011)「ディスクロージャー優良企業における経営者予想—予測誤差と業績修正行動を中心に—」『現代ディスクロージャー研究』第11号, 15-35頁.

西信洋・金田直之(2009)「経営者予想の信頼性」『学習院大学経済論集』第45巻第4号, 269-292頁.

日本証券経済研究所(2011)「上場会社における業績予想開示の在り方に関する研究会報告書」 (<http://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/forecast/tvdivq0000004vt9-att/b7gje6000001vb42.pdf>).

河榮徳(1998)「業績予想の修正と資本市場の反応」『早稲田商学』第377号, 63-89頁.

服部秀一(2014)『新版 インサイダー取引規制のすべて 平成元年～25年規制の実務手引き』, 金融財政事情研究会.

林謙太郎(2012)「上場会社の業績予想開示に関する実務上の取扱いの見直しの概要」『月刊資

本市場』第 320 卷, 23-29 頁.

松尾直彦(2015)『金融商品取引法 第 3 版』, 商事法務.

宮島英昭・新田敬祐(2011)「株式所有構造の多様化とその帰結」宮島英昭編著『日本の企業統治 その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社, 105-149 頁.

森久・関利恵子(1997)「経営者予測利益の正確性の業種別比較」『會計』第 152 卷第 2 号, 99-266 頁.

Ajinkya, B. and M. Gift ,(1984), “Corporate managers’ earnings forecasts and symmetrical adjustment of market expectations,” *Journal of Accounting Research*, Vol.22, No.2, pp.425-444.

Ajinkya, B., S. Bhoraj, and P. Sengupta, (2005), “The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts”, *Journal of Accounting Research*, Vol.43, No.3, pp.343-376.

Aoki, M., G. Jackson, and H. Miyajima, (2007), *Corporate Governance in Japan*, Oxford University Press.

Beasley, M., (1996), “An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud”, *Accounting Review*, Vol.71, No.4, pp.443-465.

Beyer, A.,(2009), “Capital market prices, management forecast, and earnings management,” *Accounting Review*, Vol.84, No.6, pp.1713-1747.

Choi, J. and D. Ziebart, (2004), “Management earnings forecasts and the market’s reaction to predicted bias in the forecast,” *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol.11, pp.167-192.

Chung, R., S. Ho., and J.Kim., (2004), “Ownership structure and the pricing of discretionary accruals in Japan”, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol.13, No.1, pp.1-20.

Darrough, M. and T. Harris, (1991), “Do management forecasts of earnings affect stock prices in Japan?” in *Japanese Financial Market Research*, edited by W.T. Ziemba, W. Bailey, and Y. Hamano, North Holland, Amsterdam, pp.197-229.

Frankel, R., M. McNichols and P. Wilson, (1995), “Discretionary disclosure and external financing,” *Accounting Review*, Vol.70, No.1, pp.135-150.

Huang, H., M. Chan, C. Chang, and J. Wong, (2012), “Is corporate governance related to the conservatism in management earnings forecasts?”, *Emerging Markets Finance & Trade*,

- Vol.48, Supplement2, pp.105-121.
- Irani, A.,(2000), “Determinants of bias in management earnings forecasts,” *Accounting Enquiries*, Vol.10, No.1, pp.33-86.
- Jensen, M., (1993), “The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems”, *Journal of Finance*, Vol.48, No.3, pp.831-880.
- Jensen, M., and W. Meckling, (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.
- Jiang, L., and J. Kim, (2004), “Foreign equity ownership and information asymmetry: evidence from Japan”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol.15, No.3, pp.185-211.
- Karamanou, I., and N. Vafeas, (2005), “The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: an empirical analysis”, *Journal of Accounting Research*, Vol.43, No.3, pp.453-486.
- Kato, K., D. Skinner, and M. Kunimura, (2009), “Management forecast in Japan: an empirical study of forecasts that are effectively mandated,” *Accounting Review*, Vol.84, No.5, pp.1575-1606.
- Kim, K., and J. Nofsinger, (2004), *Corporate Governance*, Peason Education (加藤英明監訳『コーポレートガバナンス 米国にみる『企業価値』向上のための企業統治』ピアソン・エデュケーション、2005年) .
- Larcker, D., and B. Tayan, (2011), *Corporate Governance Matters*, FT Press.
- Maug, E., (1998), “Large shaholders and monitors: is there a trade-off between liquidity and control?”, *Journal of Finance*, Vol.53, No.1, pp.65-98.
- Ota, K., (2006), “Determinants of bias in management earnings forecasts: empirical evidence from Japan,” in *International accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*, edited by Gregoriou, G. N. and M. Gaber, Elsevier Press, Burlington, pp.267-294.
- Patell, J., (1976), “Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: empirical test,” *Journal of Accounting Research*, Vol.14, No.2, pp.246-276.
- Penman, S.(1980), “An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts,” *Journal of Accounting Research*, Vol.18, No.1, pp.132-160.
- Porter, G., (1982), “Determinants of the accuracy of management forecasts of earnings,” *Review of Business and Economic Research*, Vol.17, No.3, pp.1-13.

- Pownall, G. and G. Waymire, (1989), "Voluntary disclosure credibility and securities prices: evidence from management earnings forecasts, 1969-73," *Journal of Accounting Research*, Vol.27, No.2, pp.227-245.
- Pownall, G., C. Wasley, and G. Waymire, (1993), "The stock price effects of alternative types of management earnings forecasts," *Accounting Review*, Vol.68, No.4, pp.896-912.
- Saito, T., (2012), "Boards with and without outside directors: an empiricall comparison", *Working Paper*.
- Soffer, L. C., S. R. Thiagarajan, and B. R. Walther, (2000), "Earnings preannouncement strategies," *Review of Accounting Studies*, Vol.5, No.1, pp.5-26.
- Tsumuraya, S., (2014), "Effects of biased earnings forecasts: comparative study of earnings forecasts disclosures by US and Japanese firms", *In International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior*, edited by K. Ito, and M. Nakano, pp.311-330.
- Waymire, G., (1984), "Earnings volatility and voluntary management forecast disclosure", *Journal of Accounting Research*, Vol.23, No.1, pp.268-295.
- White, H., (1980), "A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity", *Econometrica*, Vol.48, No.4, pp.817-838.