

# 経営者業績予想の修正にともなう収益性の改訂に関する分析

田澤宗裕・田代樹彦

## 1. はじめに

「上方修正, 今期, 純利益 20%増 500 億円」, 「業績修正, 増収増益で最高益に」。経営者業績予想の修正に関する報道において, 頻繁に目にする見出しである。こうした報道では, 特定の利益数値に関する予想値の金額に重きが置かれており, 前回予想値からいくらの修正があり, いくらの金額になったか, あるいは, 前回予想値から, その利益数値が何%変化したかというように, あくまでも金額に焦点が当てられるケースが多いように思われる。

また, 須田・花枝 [2008] でも, 上場企業は自らが公表した業績予想値を目標値としてもっとも重視しているというアンケート調査の結果が示されており, ここでも金額が重要視されている。そして, 業績予想に関する先行研究でも, 同様の捉え方がなされるケースが多い。たとえば, 須田・首藤 [2004], 浅野 [2007] などは, 経営者が業績予想値を達成するために利益調整を行うか否かについて分析しているが, そこでは純利益といった特定の利益数値の直近ないし期初の予想金額自体が利益ターゲットとして設定されている。また, 浅野 [2007] は, 利益マネジメントのみならず, 予想自体を下方修正する期待マネジメントが行われているという証拠も見いだしており, これも予想および実績の利益の金額に着目したものである。さらに, Ota [2006], 円谷 [2008], Kato *et al.* [2009], Cho *et al.* [2011], 奈良・野間 [2011], Iwasaki *et al.* [2016] などでは, 経営者業績予

想に係るバイアスや予想値の修正行動について分析されているが, そうした予想値の捉え方も予想金額自体がベースとされている。

利益マネジメントを含む会計方針の選択という経営者の裁量的な会計行動の動機については, たとえば, Holthausen [1990] は, 機会主義的行動, 効率的な契約, 情報パースペクティブに区分して検討をしている。しかし, これらはいずれも, 実績としての会計情報の提供に関連したものである。それに対して, 経営者の業績予想に関連する会計行動はどのような動機で行われているのだろうか。これらの動機, とりわけ機会主義的行動とまったく異なるものではないが, その一つと考えられるものが, Prakash and Rappaport [1977] が示した情報インダクタンスという考え方である。

情報インダクタンスとは, 情報提供者によって提供される情報が情報利用者の行動に影響するだけでなく, その影響を受けておこるであろうと予想される情報利用者の行動によって, 情報提供者の行動も影響されるという考えである (Prakash and Rappaport [1977], p. 30)。すなわち, 会計情報は企業から投資家等への一方通行のコミュニケーションではなく, 株式の売買等の投資家等の行動の予想をふまえて, より自らにとって望ましい会計情報を提供するように行動が影響されるというフィードバック・ループを認めることである。

Prakash and Rappaport [1977] によれば, 情報提供者である企業の情報提供によって引き起こされる情報利用者の行動によって不利な影

響が生じることを回避するために、情報提供者には3つの選択肢があるという (p. 31)。第一の選択肢は業績の記述を修正することであり、第二は実質的な行動を修正することであり、第三は目標を修正することである。本稿の文脈で解釈するならば、第一および第二の選択肢はともに利益マネジメントという行動に相当する。第一は裁量的会計行動による、第二は実体的会計行動による利益マネジメントとして区別できる。そして、第三の選択肢は期待マネジメントに相当することになるだろう。いずれも、実績値が業績予想値を達成しなかった場合に生じると予想される投資家による株式の売却にともなう株価下落というマイナスの影響を回避するためである。

また、期初の業績予想のバイアスが楽観的、すなわち、直近の実績値に対し増益予想をする企業が多いのも、減益予想によるマイナスの影響を回避するための情報開示行動と解することができるだろう。

しかし、本稿の問題意識の根底には、果たして業績予想値のみによって引き起こされる情報利用者の行動のみを予想して企業行動は選択されているのだろうか、という点にある。決算短信等の実際の開示資料では、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、配当の各金額についての予想値が開示されている。つまり、情報利用者は、単一の項目の業績予想数値を受け取るのではなく、これらの数値の組み合わせで構成される、業績予想の情報セットを受け取るのである。洗練された情報利用者を想定すれば、この情報セットを活用して、たとえば、売上高に対する経常利益の比率である、売上高経常利益率のような財務比率ベースの収益性指標に基づいて意思決定を行うかもしれない。とすれば、経営者の業績予想達成に向けた目標設定も、金額ベースに留まらず、利益率ベースになることも予想されよう。

若干観点が異なるものの、いわゆる伊藤レポート (経済産業省 [2014]) で、ROEを8%以上とすることを目標とするような提言が行われたことも記憶に新しい。また、2016年に実施された上場企業の経営計画に関する東洋経済新報社によるアンケート調査によれば、回答企業1,130社中495社がROEを経営目標に掲げているとの結果であった (『会社四季報 2016年秋号』)。さらには、米国の議決権行使助言会社のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ (ISS) は、取締役選任議案の賛否の推奨基準の一つが、過去5年間の平均ROEが5%以上であることであるという。そしてこの基準に基づいて、2016年6月の日本企業の株主総会では400社に反対するよう助言を行ったとのことである (『株主総会の取締役選任議案、米助言ISS、約400社に反対、ROE基準満たせず』『日本経済新聞』2016年6月22日)。このような動向は、企業の公表する業績として、利益などの「数値」のみならず、収益「率」も注目されている項目であることを示唆しているといえるだろう。

以上のことから、本稿では、こうした業績予想で開示される利益数値の情報セットに着目し、利益等の数値とそれを組み合わせた収益性の改訂について分析を行う。

## 2. 経営者による業績予想修正と収益性の改訂

冒頭で述べた通り、業績予想修正に関する報道や市場の表面的な見方では、特定の利益数値の金額がどのように変化したかということに注目が集まりやすいようである。その場合、対象とされる利益数値は一つの項目に絞り込まれるよりも、たとえば、純利益に加えて、売上高と経常利益というように複数の項目が並列的に挙

げられることが多い。にもかかわらず、それらの項目を組み合わせた財務比率ベースでの議論は表にはあまり出てこないように思われる。もし財務比率ベースで議論するならば、たとえば、仮に売上高と経常利益がともに下方修正されたとしても、その実質を収益性で捉えるときには、収益性が低下するケースが存在する一方で、収益性が向上するケースもまた存在することを容易に見いだすことができる。今、売上高が1,000億円から600億円への下方修正、経常利益が100億円から90億円の方修正のケースを考えてみよう。これを財務比率ベースでみれば、売上高経常利益率では10%から15%へと上昇し、収益性では向上しているのである。こうした数値からは、販売不振等にもなう売上高の減少が、利益金額の下方修正をもたらしているとしても、その一方で、コスト削減等の企業努力によって利益の減少幅が小さく食い止められていると読み取ることができよう。逆に、売上高と経常利益がともに上方修正であっても、収益性の低下がみられるケースもおこり得よう。

では、実際に、こうした収益性の向上や低下というケースは、金額ベースでの上方修正や下方修正のケースと発生パターンが大きく異なるものであろうか。それとも、金額ベースでの上方修正および下方修正と収益性の向上と低下は、それぞれほぼ一致する傾向で生じているであろうか。さらには、特定の利益金額では据え置きであっても、収益性で捉えたときには変化がみられる場合も考えられる。本稿では、企業の公表する業績予想について、売上高の上方修正・下方修正・据え置き、および、利益の上方修正・下方修正・据え置きといった金額ベースでの捉え方と、売上高利益率による収益性ベースでの捉え方とで、経営者による業績予想修正にともなう業績変化のパターンが異なるかどうかを吟味する。以下では、表現の簡略化お

よび明確化のため、経営者業績予想に関する金額ベースの修正と収益性ベースの変化を区別して、それぞれ「予想修正」および「収益性改訂」と呼び分けることとする。これら予想修正と収益性改訂に関する検証課題を次の通りに設定する。

検証課題1：予想修正と収益性改訂とで発生パターンは異なるか。

次に、以上のように予想修正と収益性改訂とで発生パターンが異なるならば、それらが株価に与える効果に差異は生じているのであろうか。桜井・後藤 [1992] や河 [1998] などの先駆的研究では、業績予想修正の株価効果が確認されている。本稿の関心事項は、こうした株価効果において、収益性改訂が予想修正に対する追加的な情報内容を有しているか、という点にある。一般的に、収益性の見通しが改善される場合、すなわち、売上高利益率の上昇が見込まれる場合には、その背後に、コスト削減などの実体的な変革が存在することが多いと予想される。そのため、予想修正に対する株価の反応に対して、収益性改訂は追加的なインパクトを与えると期待される。そこで、次の検証課題を設定する。

検証課題2：収益性改訂は予想修正に対する株価反応に対して追加的な効果を与えるか。

さらに検証課題2に関する洞察を深めるために、収益性改訂が経営者業績予想の達成頻度にもたらす影響にも目を向ける。収益性改訂には、予想修正と比較して、企業実体の変革ないし変化に関する強いシグナルが備わっていると考えられる。そのため、予想修正された後の予想値をベンチマークとした実績値の達成頻度は、収益性向上をともなっている場合の方が、

そうでない場合と比較して、相対的に高いことが期待される。ここから、3つ目の検証課題を次の通りに設定する。

検証課題3：収益性向上をとまなう場合は、そうでない場合に比して、予想修正後の経営者業績予想の達成頻度が相対的に高いか。

### 3. サンプルとデータ

サンプルは、2003年度から2014年度にわたり、日本国内のいずれかの証券取引所に上場していたか、店頭登録していた全企業のうち、銀行業、証券業、保険業およびその他金融業を除く一般事業会社によって構成する<sup>(1)</sup>。使用データには、連結決算のものを優先して採用し、連結決算が実施されていない企業-年度については、単体決算のものを採用する。そのうち、(1)当期または前期の本決算に関する決算短信が開示されていない<sup>(2)</sup>、(2)変則的な決算期に該当する、(3)連結情報が単体情報かの属性が、予想値と実績値との間で、または前期と当期との間で一致しない、(4)適用会計基準が、予想値と実績値との間で、または前期と当期との間で一致しないという条件のうち、いずれかに該当するデータは除外している。

サンプルに係るデータのうち、予想情報を含む財務データについては日本経済新聞社『NEEDS-Financial QUEST』から、株価データ、および、上場期間中あるいは店頭登録期間

中であるかを識別するためのデータは、金融データソリューションズ『日本上場株式 日次リターンデータ』から採録する。なお、サンプルの採録期間を2003年度からとしているのは、『NEEDS-Financial QUEST』において、期中に適時開示された予想値の収録が2003年3月期以降となっているためである<sup>(3)</sup>。

以上のようにして得られたサンプルのうち、四半期を含む決算発表以外の期中に公表されたものは4,168社による31,024件、第1四半期、第2四半期、第3四半期の各決算発表時に公表されたものは4,388社による110,638件であった。本稿の分析では、主に、前者の期中公表サンプルを用いる。

## 4. 検証結果

### 4.1. 予想修正と収益性改訂の発生パターン

本節では、検証課題1に関し、予想修正と収益性改訂の発生パターンについて調査する。本稿では、後に予想修正の株価効果についても分析するが、特別損益に計上されるような一時的な損益項目については、経常的な損益項目と比べて、株価に反映される程度が相対的に弱いことが予想される。そうした項目ごとの株価反応の違いが分析結果に与える影響を軽減するため、以降の分析では、利益数値として経常利益を使用することとする。

表1には、経常利益予想の予想修正と収益性改訂について、それぞれの修正ないしは改訂方向の組み合わせごとに観測数をまとめている。

(1) サンプルには新規上場ないし上場廃止の企業も含めるが、上場期間中あるいは店頭登録期間中のデータに限定する。

(2) ただし、新規上場年度に決算短信の開示を始めたが、この短信において前年度実績値が同時に開示されている場合は、このケースに含めない。

(3) 『NEEDS-Financial QUEST』においては、これ以前のデータは、中間決算発表と本決算発表の2時点で公表された予想情報のみ限定されている。また、同データベースにおいては、2010年4月期から所報データも収録されているが、本稿ではデータの連続性を確保するため、所報データは除外している。

Panel A は、期中修正サンプルとして、決算発表以外の期中に公表された予想値 31,024 件について表示しており、Panel B は、決算発表サンプルとして、第 1 四半期、第 2 四半期、第 3 四半期の各決算短信発表時に公表された予想値 110,638 件について表示している。両パネルとも、各行は経常利益予想値の変化のみに基づく予想修正のパターンに関して、各列は売上高予想値に対する経常利益予想値の比率、すなわち予想値ベースの売上高経常利益率の変化に基づく収益性改訂のパターンに関して分類している。

表 1 の Panel A をみると、対角線上のセルに観測数が集中していることが分かる。つまり、予想修正と収益性改訂は極めて似た傾向にあり、予想修正のうち、据え置きの場合は 78%、下方修正の場合は 98%、上方修正の

場合は 96% の割合で収益性改訂も同じ方向になっている<sup>(4)</sup>。その一方で、予想修正と収益性改訂とで方向が異なるケースも僅かながら存在している。4,258 件で予想値が据え置かれていたが、429 件（10%）は収益性では低下し、505 件（12%）は収益性が向上している。また、下方修正の 13,571 件のうち 284 件（2%）では収益性向上という形でのグッド・ニュースであり、上方修正の 13,195 件のうち 512 件（4%）では収益性低下のバッド・ニュースとなっている。

こうした傾向は、決算発表サンプルに関する Panel B でも観察される。ただし、Panel B の特徴としては、短信公表時に予想値を据え置いた開示の数が下方修正や上方修正よりも圧倒的に多く、予想値で据え置き・収益性で変化なし

表 1 経常利益に関する予想修正と収益性改訂のパターン

Panel A：期中修正サンプル（決算短信の発表以外で公表された予想値に基づく）		収益性改訂（経常利益予想値 / 売上高予想値の変化）			全 体
		変化なし	低 下	向 上	
（経常利益予想値の変化） 予想修正	据え置き	3,324 (78.06%)	429 (10.08%)	505 (11.86%)	4,258 (100.00%)
	下方修正	2 (0.01%)	13,285 (97.89%)	284 (2.09%)	13,571 (100.00%)
	上方修正	5 (0.04%)	512 (3.88%)	12,678 (96.08%)	13,195 (100.00%)
	全 体	3,331 (10.74%)	14,226 (45.85%)	13,467 (43.41%)	31,024 (100.00%)
Panel B：決算発表サンプル（第 1 四半期、第 2 四半期、第 3 四半期の各決算発表時に公表された予想値に基づく）		収益性改訂（経常利益予想値 / 売上高予想値の変化）			全 体
		変化なし	低 下	向 上	
（経常利益予想値の変化） 予想修正	据え置き	83,792 (97.06%)	1,085 (1.26%)	1,449 (1.68%)	86,326 (100.00%)
	下方修正	3 (0.02%)	12,566 (97.39%)	334 (2.59%)	12,903 (100.00%)
	上方修正	9 (0.08%)	564 (4.94%)	10,836 (94.98%)	11,409 (100.00%)
	全 体	83,804 (75.75%)	14,215 (12.85%)	12,619 (11.41%)	110,638 (100.00%)

(4) 期中修正サンプルでも「据え置き」があるのは、経常利益には修正がなくても、他の利益数値に修正がある場合には、各利益数値の予想値が開示されるためである。

の組み合わせに、Panel A よりも観測数（83,792件）が集中している。

本稿のように予想修正の実質を収益性指標である売上高経常利益率で測定する場合、以上の結果を詳細に理解するためには、収益性改訂において分子・分母それぞれの変化がどのように効果を及ぼし合っているかという点にも目を向けるべきだろう。

そこで、表2のPanel Aでは、経常利益に関する予想修正および収益性改訂がともに同じ方向のケース（表1のPanel Aの下方修正・低下および上方修正・向上のセル）を、売上高予想値の修正パターン別にさらに分類している。

まず、経常利益の予想修正・収益性改訂が下方修正・低下のケースに目を向けると、売上高も経常利益と同じく下方修正となっているパターンがこのケースの77%ほどを占めていることが分かる。ただし、売上高と経常利益がともに下方修正パターンはいくつかのタイプに分けられるが、ここでのパターンは、収益性改訂が低下の方向であることから、利益率の分子である経常利益の下方修正の程度が、分母の売上高における下方修正の程度を上回るタイプである。他方、売上高が上方修正であるのに対し、経常利益では下方修正となるパターンもあり、経常利益の予想修正・収益性改訂の組み合わせが下方修正・低下となっているケースの17%程度がこのパターンに当たっている。このパターンでは、利益率の分母である売上高が上方修正される一方、分子の経常利益が下方修正されるため、収益性改訂での低下の割合は拡大される。

次に、経常利益の予想修正・収益性改訂が上

方修正・向上のケースでは、売上高も経常利益と同じ上方修正のパターンが64%程度を占めている。このパターンも、先述の売上高と経常利益がともに下方修正パターンと同様に考えれば、売上高の上方修正の程度よりも経常利益の上方修正の程度の方が相対的に大きいものである。他方、売上高と経常利益の修正の方向が異なり、売上高が下方修正、経常利益が上方修正となるパターンは、経常利益の予想修正・収益性改訂の組み合わせが上方修正・向上のケースのうち、27%あまりの割合になっている。売上高下方修正・経常利益上方修正のパターンでは、利益率の分母が小さくなる一方で分子が大きくなるため、収益性の向上の割合が高められる。

以上の見方に対して、経常利益と売上高がともに予想修正で同方向のときに、収益性がどのように改訂されたかを示しているのが、表2のPanel Bである。経常利益と売上高がともに下方修正されたケースのうち、収益性が低下しているケースは、表2のPanel Aの経常利益と売上高がともに下方修正されている10,174件に対応している。これに対して、収益性改訂で向上に分類されている270件は、経常利益と売上高がともに下方修正であっても、分母の売上高減額の程度よりも分子の経常利益減額の程度の方が小さいために、収益性が向上したケースである。これは表1のPanel Aの下方修正・収益性向上のセルに対応している<sup>(5)</sup>。Panel Bの結果をみると、経常利益と売上高がともに下方修正のケースのうち、97%あまりは収益性でも低下しているが、残りの3%程度は、下方修正でありながらも収益性については向上してい

(5) 表1のPanel Aの下方修正・収益性向上のセルでは、観測数が284件となっているが、そのうち14件は、予想利益が赤字であり、この赤字予想が拡大（下方修正）する一方で、売上高予想がそれを上回る程度で上方修正されたために、収益性改訂では向上に分類されたものである。そのため、表2のPanel Bにおける、経常利益と売上高がともに下方修正、かつ、収益性向上のケースの観測数は、これら14件を除く270件となっている。

表2 経常利益予想値の修正，売上高予想値の修正および収益性改訂の関係

Panel A：経常利益に関する予想修正と収益性改訂が同方向のときの売上高予想の修正方向

経常利益		売上高予想値の修正			合 計
予想修正	収益性改訂	据え置き	下方修正	上方修正	
下方修正	低 下	907 (6.83%)	10,174 (76.58%)	2,204 (16.59%)	13,285 (100.00%)
上方修正	向 上	1,131 (8.92%)	3,466 (27.34%)	8,081 (63.74%)	12,678 (100.00%)

Panel B：経常利益および売上高の予想修正が同方向のときの収益性改訂の方向

予想修正	収益性改訂(経常利益予想値 / 売上高予想値の変化)			合 計
	変化なし	低 下	向 上	
経常利益・売上高ともに 下方修正	2 (0.02%)	10,174 (97.40%)	270 (2.58%)	10,446 (100.00%)
経常利益・売上高ともに 上方修正	5 (0.06%)	469 (5.48%)	8,081 (94.46%)	8,555 (100.00%)

る。同様に，経常利益と売上高がともに上方修正の場合については，主に，表2のPanel Aで経常利益と売上高がともに上方修正の8,081件に対応する収益性向上（94.46%），および，表1のPanel Aの上方修正・収益性低下のセルに対応する469件の収益性低下（5.48%）の各ケースで構成される<sup>6)</sup>。経常利益と売上高がともに上方修正であるケースについても，その大多数では収益性の向上がみられる一方で，収益性低下となっているケースも僅かに存在している。

#### 4.2. 予想修正と収益性改訂の株価効果

前節では，予想修正と収益性改訂がほぼ同じ方向にあることをみた。しかしながら，僅かではあるものの，予想修正と収益性改訂が異なる方向にあるケースも確認された。それでは，それぞれのケースにおける業績予想修正の株価効果はどのようになっているであろうか。本節で

は，検証課題2についての分析を実施する。

本節以降の分析に当たっては，サンプルを期中修正のものに限定する。その理由は，実績値公表の影響が分析に及ぼす影響（たとえば，棚橋 [2014]）を取り除き，予想修正の公表自体が株価に及ぼす影響を純粹にみるためである。加えて，異常値が分析結果に及ぼす影響を緩和するために，以降の分析で使用される各変数について，それぞれの分布の両端0.5%に含まれるサンプルを除外する。このようにして限定されたサンプルは，4,099社による29,865件となった。

まず，経常利益に関する予想修正と収益性改訂の株価効果をみるため，次の固定効果モデルを推定する。

$$CAR_{-1,t} = \beta_0 + \beta_1 UP + \beta_2 DOWN + \beta_3 FSalesChng + \Sigma \gamma_i FIRM_i + \Sigma \lambda_j YEAR_j + \epsilon \quad (1)$$

$$CAR_{-1,t} = \beta_0 + \beta_1 PUP + \beta_2 PDOWN + \beta_3 FSalesChng + \Sigma \gamma_i FIRM_i + \Sigma \lambda_j YEAR_j + \epsilon \quad (2)$$

(6) 表1のPanel Aの上方修正・収益性低下のセルでは，観測数が512件となっているが，そのうち43件は，予想利益が赤字であり，この赤字予想が縮小（上方修正）する一方で，売上高予想がそれを上回る程度で下方修正されたために，収益性改訂では低下に分類されたものである。そのため，表2のPanel Bにおける，経常利益と売上高がともに上方修正，かつ，収益性低下のケースの観測数は，これら43件を除く469件となっている。

ここで、 $CAR_{-1,t}$  は予想修正の公表日を0日として、-1日から+1日にわたる累積異常株式収益率である。異常株式収益率は、個別銘柄の収益率から市場収益率を控除する方法により算定し、市場収益率の代表値としては、配当込みTOPIX収益率を使用する。UPは経常利益予想値が前回予想から上方修正のときに1、それ以外のときに0をとるダミー変数であり、DOWNは経常利益予想値が前回予想から下方修正のときに1、それ以外のときに0をとるダミー変数である。一方、PUPは経常利益予想値に基づく収益性が前回予想から向上するときに1、それ以外のときに0をとるダミー変数であり、PDOWNは経常利益予想値に基づく収益性が前回予想から低下するときに1、それ以外のときに0をとるダミー変数である。なお、ここでの収益性も、経常利益予想値を売上高予想値で除した、予想売上高経常利益率で測定する。また、FSalesChngは前回予想からの売上高予想値の変化率であり、利益数値変化の株価効果を的確に捉えるために、売上高に関する予想修正の株価への影響をコントロールする。FIRMとYEARは、それぞれ企業および事業年度に関する固定効果ダミーである。

以上のモデルの推定結果は表3に表示されている。定数項は予想値据え置きに対する株価反応を捕捉し、上方修正と下方修正については、それぞれに関連するダミー変数の係数がそれらの株価反応を捉えている。モデル(1)'とモデル(1)、および、モデル(2)'とモデル(2)の比較により、FSalesChngによるコントロールの状態を吟味することができる。推定結果を比較すると、各説明変数の係数推定値はいずれのモデルにおいても安定していることが確認できる。

予想修正に関するモデル(1)(およびモデル(1)')の結果をみると、平均的企業では、据え置きのときに1%、上方修正のときに3%程度、下方修正のときに-2%程度、いずれの場

合についても有意にCARが変化していることが分かる。この傾向は、収益性改訂に関するモデル(2)(およびモデル(2)')においても維持されている。ただし、係数推定値を比較すると、上方修正と下方修正の両方において、収益性改訂の方が予想修正でみる場合よりも、株価反応が若干弱いようである。

それでは、予想修正と収益性改訂の組み合わせを考慮した場合の株価効果はどうか。続いて、それらの組み合わせを考慮するための交差項を組み込んだ次のモデルを推定する。

$$\begin{aligned} CAR_{-1,t} = & \beta_0 + \beta_1 PUP + \beta_2 PDOWN \\ & + \beta_3 UP \times PUP + \beta_4 UP \times PDOWN \\ & + \beta_5 DOWN \times PUP + \beta_6 DOWN \times \\ & PDOWN + \beta_7 FSalesChng \quad (3) \\ & + \sum \gamma_i FIRM_i + \sum \lambda_j YEAR_j + \varepsilon \end{aligned}$$

このモデルにおいて $\beta_0$ から $\beta_6$ を係数に持つ項は、表1のPanel Aの各セルに対応している。ただし、下方修正・収益性変化なし、および、上方修正・収益性変化なしに対応する項(DOWNおよびUP)については、観測数が少なく(それぞれ2件と5件)、また、重大な多重共線性の問題が生じることも危惧されるため、(3)式のモデルに組み込んでいない。

推定結果は、表3のモデル(3)の欄に表示されている。まず、予想据え置きのケースにおいて、PUPの係数は有意に推定されていない。これは、予想据え置きの場合における収益性向上の株価効果が、収益性を捉えるときの分母である売上高予想値の変化率によって首尾よくコントロールされていることと整合している。これに対して、PDOWNの係数推定値は、売上高予想値の変化率をコントロールしてもなお、有意な負値であり、予想据え置きであっても収益性が低下する場合には、市場は追加的なベータリスクを課しているようである。

次に、上方修正のケースについては、収益性向上をとまなうとき（UP×PUP）には有意な正の株価反応が観測される。これに対して、上方修正であっても、収益性が低下する場合（UP×PDOWN）には、株価反応は有意ではなく、上方修正と収益性低下のそれぞれによる異方向の株価効果が互いに相殺し合っているようである。下方修正のケースも同様であり、収益性低下をとまなうとき（DOWN×PDOWN）には有意な負の株価反応が観測されるが、収益性向上をとまなうとき（DOWN×PUP）には有意な株価反応は観測されない。

表3 予想修正および収益性改訂の株価効果

被説明変数：CAR <sub>-11</sub>					
説明変数	モデル(1) <sup>*</sup>	モデル(1)	モデル(2) <sup>*</sup>	モデル(2)	モデル(3)
定数項	0.010 *** (5.47)	0.010 *** (5.53)	0.011 *** (5.67)	0.011 *** (5.60)	0.011 *** (5.80)
UP	0.023 *** (16.48)	0.021 *** (14.71)			
DOWN	-0.037 *** (-26.29)	-0.032 *** (-22.29)			
PUP			0.020 *** (12.63)	0.018 *** (11.55)	-0.004 (-1.11)
PDOWN			-0.036 *** (-22.88)	-0.030 *** (-18.93)	-0.009 ** (-2.56)
UP×PUP					0.024 *** (7.51)
UP×PDOWN					0.003 (0.63)
DOWN×PUP					-0.007 (-1.35)
DOWN×PDOWN					-0.024 *** (-7.53)
FSalesChng		0.132 *** (15.38)		0.178 *** (21.53)	0.143 *** (16.29)
Firm fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	29,865	29,865	29,865	29,865	29,865
R <sup>2</sup>	0.312	0.322	0.298	0.319	0.325
adj. R <sup>2</sup>	0.202	0.214	0.186	0.21	0.217

( )内は企業クラスターについて頑健な t 値を表示している。\* : p < 0.10, \*\* : p < 0.05, \*\*\* : p < 0.01。利益数値は経常利益を使用している。CAR<sub>-11</sub> : 予想修正の公表日を 0 日として、-1 日から +1 日にわたる累積異常株式収益率。異常株式収益率の算定は、個別銘柄の収益率から市場収益率を控除する方法によっている。市場収益率の代表値としては、配当込み TOPIX 収益率を使用している。UP : 前回予想から上方修正のときに 1、それ以外のときに 0 をとるダミー変数。DOWN : 前回予想から下方修正のときに 1、それ以外のときに 0 をとるダミー変数。PUP : 前回予想から収益性向上のときに 1、それ以外のときに 0 をとるダミー変数。PDOWN : 前回予想から収益性低下のときに 1、それ以外のときに 0 をとるダミー変数。ここで収益性は、経常利益予想値を売上高予想値で除した予想売上高経常利益率によって測定している。FSalesChng : 前回予想からの売上高予想値の変化率。

以上の分析は、予想修正および収益性改訂の有無に基づくバイナリ変数に依拠していた。本節の最後に、予想修正の修正幅に着目し、その株価効果に対する収益性改訂の追加的効果についても検証しておこう。検証に当たっては、次のモデルを推定する。

$$\begin{aligned} \text{CAR}_{-1,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{PUP} + \beta_2 \Delta \text{FEarn}/\text{Assets}_{t-1} \\ & + \beta_3 \Delta \text{FEarn}/\text{Assets}_{t-1} \times \text{PUP} \\ & + \beta_4 \text{FSalesChng} + \Sigma \gamma_i \text{FIRM}_i \\ & + \Sigma \lambda_j \text{YEAR}_j + \varepsilon \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} \text{CAR}_{-1,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{PDOWN} \\ & + \beta_2 \Delta \text{FEarn}/\text{Assets}_{t-1} \\ & + \beta_3 \Delta \text{FEarn}/\text{Assets}_{t-1} \times \text{PDOWN} \\ & + \beta_4 \text{FSalesChng} \\ & + \Sigma \gamma_i \text{FIRM}_i + \Sigma \lambda_j \text{YEAR}_j + \varepsilon \end{aligned} \quad (5)$$

ここで、 $\Delta \text{FEarn}/\text{Assets}_{t-1}$ は、今回の経常利益予想値 (FEarn) と前回の経常利益予想値との差分を期首総資産 ( $\text{Assets}_{t-1}$ ) で除した値である。予想据え置きの際に  $\Delta \text{FEarn} = 0$  となることをふまえ、収益性向上のダミー変数

表4 予想修正幅に対する収益性改訂の追加的株価効果

被説明変数: $\text{CAR}_{-1,t}$				
説明変数	モデル(4)'	モデル(4)''	モデル(4)	モデル(5)
定数項	0.009 *** (6.30)	0.009 *** (6.46)	-0.006 *** (-3.73)	0.014 *** (9.08)
PUP			0.021 *** (18.15)	
PDOWN				-0.026 *** (-23.38)
$\Delta \text{FEarn}/\text{Assets}_{t-1}$	1.120 *** (40.11)	1.010 *** (33.21)	0.611 *** (19.64)	1.469 *** (19.72)
$\Delta \text{FEarn}/\text{Assets}_{t-1}$ $\times \text{PUP}$			0.766 *** (8.85)	
$\Delta \text{FEarn}/\text{Assets}_{t-1}$ $\times \text{PDOWN}$				-0.970 *** (-12.00)
FSalesChng		0.077 *** (8.58)	0.074 *** (8.61)	0.070 *** (8.15)
Firm fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
N	29,865	29,865	29,865	29,865
R <sup>2</sup>	0.314	0.317	0.343	0.350
adj. R <sup>2</sup>	0.205	0.208	0.238	0.246

( )内は企業クラスターについて頑健な t 値を表示している。\*:  $p < 0.10$ , \*\*:  $p < 0.05$ , \*\*\*:  $p < 0.01$ 。利益数値は経常利益を使用している。 $\text{CAR}_{-1,t}$ : 予想修正の公表日を 0 日として、-1 日から +1 日にわたる累積異常株式収益率。異常株式収益率の算定は、個別銘柄の収益率から市場収益率を控除する方法によっている。市場収益率の代表値としては、配当込み TOPIX 収益率を使用している。 $\Delta \text{FEarn}/\text{Assets}_{t-1}$ : 今回予想利益 (FEarn) と前回予想値の差分を期首総資産 (Assets) で除した値。PUP: 前回予想から収益性向上のときに 1、それ以外のときに 0 をとるダミー変数。PDOWN: 前回予想から収益性低下のときに 1、それ以外のときに 0 をとるダミー変数。ここで収益性は、経常利益予想値を売上高予想値で除した予想売上高経常利益率によって測定している。FSalesChng: 前回予想からの予想売上高の変化率。

(PUP) によるモデルと、収益性低下のダミー変数 (PDOWN) によるモデルのそれぞれを推定し、収益性改訂の追加的株価効果を検証する。

以上の(4)式および(5)式の推定結果は、それぞれ表4のモデル(4)およびモデル(5)の通りである。モデル(4)では、経常利益の修正幅 ( $\Delta FEarn/Assets_{t-1}$ ) の資本化率が0.61と有意に推定されているのに加えて、収益性向上をとまなうとき ( $\Delta FEarn/Assets_{t-1} \times PUP$ ) には、追加的に0.77程度、資本化率が有意に高められている。これに対して、モデル(5)では、収益性低下をとまなうとき ( $\Delta FEarn/Assets_{t-1} \times PDOWN$ ) には、経常利益の修正幅の資本化率(1.47)が-0.97だけ減じられている。

総じて、本節の分析結果は、市場は予想修正と収益性改訂のそれぞれを適切に評価していることを示唆している。とくに、予想修正を所与とするならば、収益性改訂はそれに対する追加的情報内容を有していることが明らかになった。

#### 4.3. 収益性改訂と経営者業績予想の達成頻度

それでは、収益性改訂が有する情報内容にはどのような要素が含まれているであろうか。最後に、検証課題3に関し、修正後の予想値への達成可能性、ないしは、予想値達成の確実性と

いう観点から、収益性改訂の情報内容の中身について検討する。

まず表5は、予想修正と収益性改訂の組み合わせパターン別に、経常利益予想値の達成頻度を集計したものである。この表では、実績値が予想値に一致するか、上回ったときを「達成」とし、それ以外を「未達」としている。未達件数に対する達成件数の倍率をみると、ほとんどの組み合わせパターンで達成の頻度が未達のそれを上回っているが、収益性向上の場合において、未達件数に対する達成件数の倍率が高い傾向にある。とりわけ、上方修正で、かつ、収益性向上の場合には、その倍率は5.3倍にも達し、もっとも高くなっている。

こうした傾向は、経営者が経常利益を重視し、かつ、報告利益の目標値として自社が公表した予想値を重視することを報告している須田・花枝[2008]のアンケート調査の結果と一致する。また、予想据え置きの場合よりも、下方修正の方が達成件数の倍率が高くなっているのは、Kato *et al.* [2009] や鈴木 [2013] などで報告されているように、経営者は期初に楽観的な予想値を公表するが、その後、期中に下方修正を実施して予想値を達成する傾向にあるためと考えられる。

表5 予想修正と収益性改訂のパターン別でみた予想利益の達成頻度

(単位：件)

		収益性改訂 (経常利益予想値 / 売上高予想値の変化)					
		変化なし		低 下		向 上	
		未達	達成	未達	達成	未達	達成
(経常利益予想値の変化) 予想修正	据え置き	1,446	1,878 [1.30倍]	182	247 [1.36倍]	207	298 [1.44倍]
	下方修正	2	0 [0.00倍]	5,542	7,743 [1.40倍]	102	182 [1.78倍]
	上方修正	1	4 [4.00倍]	155	357 [2.30倍]	2,003	10,675 [5.33倍]

サンプル：31,024件（表1 Panel Aに同じ）。実績値が予想値に一致するか、上回ったときを「達成」とし、それ以外を「未達」とする。[ ]は未達件数に対する達成件数の倍率。

次に、上方修正と下方修正のそれぞれにおいて収益性向上をとまうか否かが、予想利益の達成頻度に及ぼす効果を推定する。ここでは、次のプロビット・モデルに基づいて、予想修正における収益性向上の効果を検証する。

$$\text{Prob}(BM=1) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 UP + \beta_2 UP \times PUP + \beta_3 DOWN + \beta_4 DOWN \times PUP) \quad (6)$$

ここでBMは、経常利益の実績値が予想値に一致するか、上回ったときに1、それ以外のときに0をとるダミー変数である。他の変数の定義については、4.2. 節を参照されたい。

分析結果は表6に表示されている。上方修正および下方修正の両者とも、収益性向上をとまう場合には、予想利益の達成頻度に対して追加的な正の効果が認められる。それらの

限界効果をみると、上方修正の場合には17%ほど、下方修正の場合には5%ほど、予想利益の達成確率を高めていることが分かる。以上の結果は、前節でみた収益性向上の追加的な株価効果と整合的である。収益性を売上高利益率で捉えるとき、その向上には、コスト削減などの実体をとまう、収益構造の望ましい変化が具現化していることが期待される。それにより、修正後の予想利益に関する未達成リスクが減えられるため、市場ではそのことがポジティブに評価され、予想修正において収益性向上が正の追加的な株価効果を持つものと考えられる。さらに、表中にはないが、上方修正および下方修正の両者が収益性低下をとまう場合についてもプロビット分析を実施した結果、予想利益の達成頻度に対する追加的な負の効果が認められた。それらの限界効果によると、上方修正の場合には-17%程度、下方修正の場合には-5%

表6 収益性の向上改訂と予想利益達成に関するプロビット分析

$$\text{Prob}(BM=1) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 UP + \beta_2 UP \times PUP + \beta_3 DOWN + \beta_4 DOWN \times PUP)$$

説明変数	推定結果	限界効果
UP	0.319 *** (4.96)	0.104
UP × PUP	0.516 *** (8.23)	0.169
DOWN	0.041 * (1.80)	0.013
DOWN × PUP	0.154 ** (1.97)	0.050
定数項	0.180 *** (9.11)	
N	29,865	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.066	

( ) 内はz値を表示している。\* : p < 0.10, \*\* : p < 0.05, \*\*\* : p < 0.01。  
利益数値は経常利益を使用している。BM：実績値が予想値に一致するか、上回ったときに1、それ以外のときに0をとるダミー変数。UP：前回予想から上方修正のときに1、それ以外のときに0をとるダミー変数。DOWN：前回予想から下方修正のときに1、それ以外のときに0をとるダミー変数。PUP：前回予想から収益性向上のときに1、それ以外のときに0をとるダミー変数。ここで収益性は、経常利益予想値を売上高予想値で除した予想売上高経常利益率によって測定している。

程度、収益性低下をとまなうときには予想利益の達成確率が低められていた。

なお、表6のもう一つの興味深い点は、下方修正（DOWN）でさえも、予想利益の達成頻度に対して有意な正の効果を持っていることだろう。これは、前述した Kato *et al.* [2009] など示された期初に楽観的な予想値を公表する一方で、その後、期中に下方修正を実施することで予想値を達しようとする経営者の機会主義的行動と整合している。

## 5. むすび

本稿では、経営者業績予想の修正について、従来の研究で着目されてきた予想値そのものの変化（予想修正）のみならず、予想値ベースでの売上高利益率の変化（収益性改訂）にも着目することで、業績予想修正を実質的な側面からも捉えた検証を実施した。具体的な検証課題として、(1) 予想修正と収益性改訂のパターンの違い、(2) 収益性改訂の株価効果、(3) 収益性改訂と経営者業績予想の達成との関係という3点に焦点を当てた。

分析の結果、第一に、予想修正と収益性改訂のそれぞれの方向は概ね一致しており、上方（下方）修正のほとんどのケースでは、収益性の向上（低下）も同時に観測された。ただし、一部ではあるが、予想修正と収益性改訂とで方向が異なるケースがあることも見いだされた。第二に、予想修正の株価効果を所与とするとき、収益性改訂が追加的な株価効果を有することが明らかになった。すなわち、上方（下方）修正のとき、収益性も向上（低下）していれば、正（負）の株価効果もたらされるが、たとえ予想修正が上方（下方）修正であっても、収益性が低下（向上）しているならば、株価の上昇（下落）は抑制されるのである。第三に、収益性改訂の株価効果に関する分析結果と整合し

て、収益性向上が経営者業績予想の達成確率を高めることを裏付ける結果が得られた。収益性向上には、実体をとまなう収益構造のプラスの変化が反映されており、こうした変化が予想利益達成の確実性を高めているものと推察される。

なお、本稿では収益性の改訂に着目したものの、企業の経営計画目標として重視されつつある ROE のような資本利益率にまで踏み込む分析は行えなかった。これは、業績予想として提供される情報セット自体には総資本や自己資本が含まれていないことが直接的な理由である。また、利益数値は資本利益率の分子であるとともに、分母の資本にも影響を与えるだけでなく、財務政策などの影響も含まれるために、本稿では分析していない。しかし、資本利益率を分解すれば、その一項目に売上高利益率が含まれるため、収益性の改訂は資本利益率の予想に対して間接的には資すると思われるだろう。

また、経団連は、2010年公表の『財務報告に関わるわが国開示制度の見直しについて』において、四半期財務報告の導入にともない、その情報作成の負担の観点から、業績予想開示の廃止を提案している。しかし、薄井[2015]は、株価形成の観点から、当期利益だけでなく翌期の利益予想という業績予想を同時に開示することの重要性を明らかにしている。さらに、田澤・田代[2015]は、業績予想開示に情報作成の負担があるとしても、実際には、企業はより積極的に業績予想に関する情報開示を行っていることを示唆する一つの証拠を提示している。このように、業績予想の開示が果たす重要性が認められつつある中で、本稿は業績予想情報がどのように情報利用者に利用されているのかという一端を明らかにしたものと位置づけられるだろう。

最後に、具体的な発見事項に基づいて、本稿の貢献をまとめるならば、次の2点に集約できるだろう。第一の点は、単一の利益に関する予

想値のみではなく、複数の予想値の組み合わせによる予想利益の実質的な解釈に関する知見を提供していることである。そこには、経営者の予想修正に利益のどのような実体が反映されているのか、その実体について市場がどのように反応するのかという点が含まれている。そして、本稿の分析で明らかにされた重要なポイントは、投資家が予想情報の「セット」を用いて、こうした実体を見極め、企業評価を実施していることである。この点、現行の適時開示制度の中で、複数の利益数値に関する予想情報が公表されていることは、投資家の意思決定を支援し、ひいては資本市場における取引の円滑性を担保する上で有効なことであるといえる。

第二の点は、予想された金額でなく、利益率に基づく収益性という側面から予想利益を実質的に捉えることもできるが、金額ベースと利益率ベースのどちらで予想修正を捉えても、概ね同じ傾向であるとの証拠を提示していることである。その点では、単一の予想値に着目することの多かった従来の研究アプローチに関する適否の判断や、そうした研究で得られた結果の解釈に大きな影響を与えるものではない。ただし、一部では、金額ベースと利益率ベースとで(すなわち、本稿でいう予想修正と収益性改訂とで)、業績予想修正の方向性が異なるケースもあり、こうしたケースについては、本稿の分析結果が示唆するように、予想情報に対する株価反応や予想利益達成サプライズの発生確率が他のケースとは異なっているため、留意が必要であろう。

(謝辞) 本研究は JSPS 科研費 26380627 の助成を受けたものである。

## 参考文献

浅野敬志 [2007] 「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」『年報 経営分析研究』第23号, pp. 33-42.

薄井彰 [2015] 『会計制度の経済分析』中央経済社.

経済産業省 [2014] 『「持続的成長への競争力とインセンティブ〜企業と投資家の望ましい関係構築〜プロジェクト」最終報告書』

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—」『会計』第141巻第6号, pp. 43-57.

鈴木智大 [2013] 「業績予想の開示戦略と経済的帰結」『研究所レポート2013』(プロネクサス総合研究所)第7号, pp. 5-16.

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」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店, pp. 211-229.

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, pp. 51-69.

田澤宗裕・田代樹彦 [2015] 「四半期財務報告と経営者による業績予想開示行動に関する予備的考察」『名城論叢』第15巻特別号, pp. 45-64.

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, pp. 103-112.

円谷昭一 [2008] 「経営者業績予想の駆け込み修正の研究—その実体と実証会計学への影響—」『証券アナリストジャーナル』第46巻第5号, pp. 70-81.

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』No. 11, pp. 15-35.

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, pp. 63-89.

Cho, Myojung, Young D. Hah, and Oliver Kim [2011], "Optimistic bias in management forecasts by Japanese firms to avoid forecasting losses", *The International Journal of Accounting*, Vol. 46, pp. 79-101.

Holthausen, Robert W. [1990], "Accounting Method Choice: Opportunistic Behavior, Efficient Contracting, and Information Perspectives", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, pp. 207-218.

- Iwasaki, Takuya, Norio Kitagawa, and Akinobu Shuto [2016], "Managerial discretion over initial earnings forecasts", Working paper, CARF-F-369, The University of Tokyo.
- Kato, Kazuo, Douglas J. Skinner, and Michio Kunimura [2009], "Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts that Are Effectively Mandated", *The Accounting Review*, Vol. 84, No. 5, pp. 1575-1606.
- Ota, Koji [2006], "Determinants of Bias in Management Earnings Forecast: Empirical Evidence from Japan", in *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*, Elsevier, edited by Gregoriou, G. N. and M. Gaber, pp. 267-294.
- Prakash, Prem and Alfred Rappaport [1977], "Information Inductance and Its Significance for Accounting", *Accounting, Organization and Society*, Vol. 2, No. 2, pp. 29-38.