

わが国における 経営者業績予想の改訂について

國村道雄

Michio Kunimura

名古屋市立大学 / 名誉教授
名城大学 / 特任教授

久保暢

Mitsuru Kubo

株式会社TMMC / 企画開発部
名城大学修士修了

I はじめに

経営者による業績予想の開示は東京証券取引所内の記者クラブである兜倶楽部から要請され、慣行として定着してきた。業績予想は正規の決算書ではないが、『決算短信』に追加された「5.次期の業績予想」をその起源とする(伊藤2011)。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(日本経済新聞社吉村光威氏よりの聞き取り)。たとえば1980年度には、90%強の上場会社が次期純利益などを開示しており、この時点にはすでに充実していた(清水1982)。その後、全国の証券取引所協議会が主体となり、適時開示の自主ルールの一構成要素として、連結決算、四半期決算の制度化に合わせて予想の開示が拡充してきた。

本稿では、四半期決算時における経営者による通期業績予想の改訂の意味を考察する。

II 業績予想の実態

II.1 目標値としての業績予想

須田・花枝(2008)は、日本の上場企業を対象に財務報告のサーベイ調査をしている。この調査によると、日本企業の経営者は外部に公表する業績指標として「予想利益」を最も重視するという。外部報告利益で目標値として経営者に重視されるのは、上位から順に、①自社が公表した予想値(「最も重視」と「重視」の合計の回答率97.09%)、②前年度利益(同87.23%)、③黒字の確保(同74.95%)である。このように日本企業の経営者は外部に公表する報告利益の目標値として自社が公表した予想値を最も重視している。この事実は日本に固有の、興味ある発見として評価できる。

これに対し、須田・花枝調査が手本にしたグラハムら(Graham et al. 2005)のサーベイ調査によると、経営者予想の開示が任意である米国では、①前年度と同一四半期の利益(85.1%)、②アナリストの予想値(73.5%)、③黒字の確保(65.2%)の順である。日本の経営者予想開示制度が米国の経営者予想の開示実務に一步先んじていることを明確に認識できる。

東証は2009年8月から調査を開始し、同年11月に『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』を発表した。これによれば、「業績予想の開示は投資者の投資判断上有用な情報であるか(質問4-2)」との質問に対し、「有用」と答えた上場企業は実に95.8%、「有用でない」はわずかに3.23%にすぎない。また、「業績予想の開示の方向性(質問4-10)」については、「定着してきており大きく見直す必要はない」を選択した上場会社は実に50.6%に達している。

II.2 政府の閣議決定と財界の意見書

ところが日本政府や財界は東証による業績予想の適時開示にはかなり否定的である。政府は、2010年6月18日『新成長戦略～「元気な日本」復活のシナリオ～』を閣議決定した。そのなかの「Ⅶ 金融戦略、我が国企業・産業の成長を支える金融等」で、開示関係の検討事項として、四半期報告の大幅簡素化および会計基準等の見直しに加えて、「取引所における業績予想開示のあり方の検討」を挙げたのである。

これを受けて、2010年7月20日、(社)日本経済団体連合会は、『財務報告に関するわが国開示制度の見直しについての意見書』を公表し、現在の業績予想の開示について次のようなネガティブな認識を示した。「わが国の開示制度を巡っては、ディスクロージャーの信頼性確保に係る社会的要

請が高まる中、内部統制報告制度や四半期報告制度が導入されるなど、上場企業の財務報告に係るコストは上昇の一途を辿っている。…各国の制度と比較しても、わが国の開示制度は過剰であると考えられ、IFRS導入に向けた環境整備の観点から、開示制度全般に対する抜本的見直しを実施する必要がある。…こうした中、政府が2010年6月18日に公表した「新成長戦略」において、「取引所における業績予想開示の在り方の検討」、…といった開示制度に関連する複数の方針が謳われている。特に「…業績予想開示については、わが国では既に四半期決算短信や四半期報告に基づくタイムリーな実績情報の開示がなされていることから、従来のような有用性はなくなっている。業績予想開示の今日的意義とそのための実務負荷を総合的に勘案し、廃止あるいは完全な自主開示化および決算短信の様式の見直しを検討すべきである。」と意思を表明した。

時期的に東証の調査が先であったということもあり東証調査では適時開示に対して好意的な返事が多いといえる。それにしても業績予想の開示廃止に関する経団連の意見は突出しており、財界の総意を集約したものとはいえない。

2012年7月31日の新しい閣議決定『日本再生戦略～フロンティアを拓き、「共創の国へ』』では、金融関係では東京市場をアジアでナンバーワンの市場を育てることへと重点が移り、業績予想開示の検討は「取引所開示基準の継続的見直し」へと吸収されややトーンダウンした。

II.3 その後の展開

政府と財界の業績予想に関するネガティブな認識に東京証券取引所は危機感を抱いたと思われる。この東証の委嘱を受け日本証券経済研究所は業績予想開示の在り方に関する研究会(座長、

伊藤邦雄(一橋大学教授)を立ち上げた。その研究成果は『業績予想開示の在り方に関する研究会報告書』にまとめられ、2011年7月29日に日本証券経済研究所から東証に答申され、その『研究会報告書概要』が東証より発表された。報告書では各企業の実態に合った業績予想開示の弾力化が提言された。この提言は極めてマイルドな提言である。

先に見たように須田・花枝(2008)によると、外部報告利益で目標値として経営者に最も重視されるのは、自社が公表した予想値である。また東証のアンケート調査報告書では経営者業績予想を「有用」とする回答が圧倒的多数を占めている。このような現実を踏まえ、わが国の業績予想開示のプラス面をもっと積極的に取上げ、この自主ルールのシステムを諸外国に喧伝することが考えられる。

III 通期業績予想; その開示のプロセス

III.1 予想プロセスの重視:サーベイ

業績予想開示の研究は大きく分けて2つある。1つは業績予想と株価・企業価値との関係を分析する研究であり(國村(1984など))、他は業績予想と会計政策・財務政策との関係に関する研究である。本稿では開示プロセスの視点から後者を取上げることになる。サーベイからはじめよう。

須田・首藤(2004)は、目標利益に達しない見通しのとき、どのように予想値を満たす水準にソフト・ランディングするのかと問い、予想利益の予想誤差分布や裁量的アクルーアルズによる利益調整を用いてソフト・ランディングしている証拠をわが国で初めて確認している。プロセス視点での研究の嚆矢であり高く評価される(その後の展開はIV.1参照)。

浅野(2007)は、わが国の業績予想プロセスを体系的にとりあげ、独自の方法を駆使してその効果を検証した。ここでは予測誤差のプロセスを予想改訂とサプライズの2段階にわけ、このプロセスの概念図(浅野図表1)は簡明である。分析の結果期初時点では楽観的に予想し、期中に頻繁に下方改訂する企業が多い。しかもこれが頻繁な企業ほどネガティブ・サプライズは小さいという事実を発見している(詳しくはIV.1)。

円谷(2008)は、業績予想開示のプロセスに着目し、決算期末に「駆け込み改訂」が多いことを発見した。しかもこの駆け込み改訂では業績予想による予測誤差の改善割合が他の時期に比べ、きわめて大きいことを独自の手法で明らかにしている。特に、実績と予想の差である純利益予測誤差が決算発表月とその前月に急激に縮小する事実の理由づけは見事である(円谷図表1)。

Kato *et al.*, (2009) は業績予想開示のプロセスの筆頭には楽観と悲観の尺度として「前期実績と今期の期初経営者予想の差」が有効であるとし、これをイノベーションと名づけ、その後の予想改訂やサプライズとの関係を独自の方法で探っている。そして期初経営者予想には、平均的に見て、上方へのバイアスがある、つまり悲観的である。このことは、過去の業績が貧弱なほどいえるという。

また、柳(2011)は、プロセスの視点から見ると、対外的な業績予想の開示が、社内の予算管理制度と表裏一体の関係にあることを、事例を踏まえて明らかにしている(III.4参照)。管理会計からの貴重な指摘である。

奈良・野間(2011)は、ディスクロージャーに優れた企業の経営者予想について、プロセスの視点から、期初の予測誤差と期中の改訂行動を検証している。ユニークな視点である。検証の結果、これら企業は、期初に保守的な経営者予想を開示し、

期中に上方改訂しているというきわめて興味深い事実を明らかにした。これは、後述するトヨタの例示を大量データで検証したことになる。

以上のとおり、いずれの研究も業績予想の四半期開示が日本固有の仕組みであるだけに、独自の手法で業績予想の開示のプロセスに鋭く立ち入り実証している。

Ⅲ.2 業績予想の開示プロセス

浅野（2007、図表1）をベースに通期の業績予想の開示プロセスを整理したのが第1図である。通期予想の設定、通期予想の改訂及び通期実績の3段階で構成される。すべての四半期決算発表を反映した経路では、次のとおり予想改訂が2回増え5段階になる。なお、 t は決算期を表し、 τ は決算期中の適時開示時点を表す。本稿では「修正」と「改訂」は同義である。

①通期業績予想の設定

イノベーション＝今期の期初予想 t, τ_0 - 前期実績 $t-1, \tau_0$

楽観的予想;イノベーション > 0、

保守的予想;イノベーション < 0

②通期業績予想の改訂

リビジョン＝今期の直近予想 - 今期の期初予想

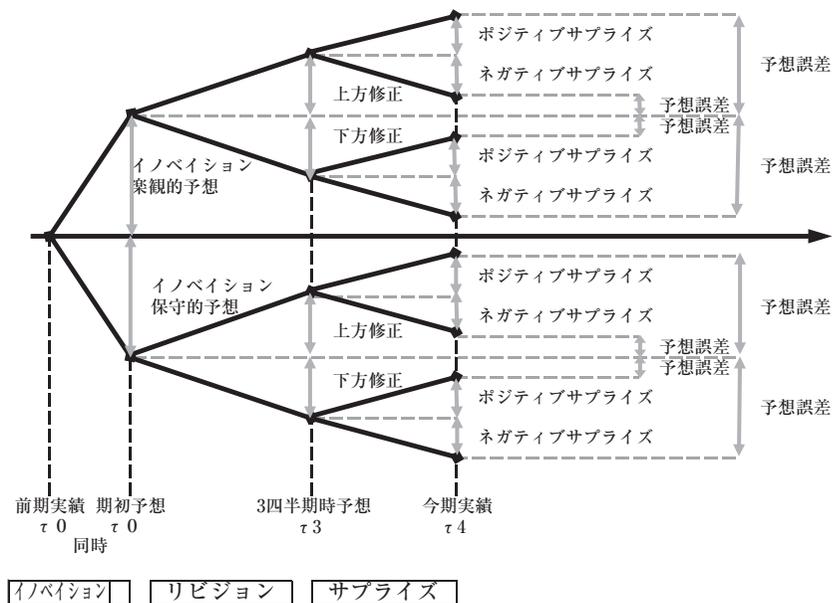
リビジョン1(第1四半期時) = 今期の第1四半期時予想 τ_1 - 今期の期初予想 τ_0

リビジョン2(第2四半期時) = 今期の第2四半期時予想 τ_2 - 今期の第1四半期時予想 τ_1

リビジョン3(第3四半期時) = 今期の第3四半期時予想 τ_3 - 今期の第2四半期時予想 τ_2

上方改訂;リビジョン > 0

下方改訂;リビジョン < 0



筆者作成

第1図 業績予想開示の3つの経路

第1表 業績予想開示の5つの経路

トヨタ自動車連結

経路	四半期決算	開示年月日	売上高	当期純利益	売上高	当期純利益	備考
			通期予想 10億円	通期予想 10億円	増減額 10億円	増減額 10億円	
	2010年3月期						
イノベーション	τ0 前期実績	2009.5.8	20,530	△ 437			販売台数世界一
	τ0 期初予想	2009.5.8	16,500	△ 850	△ 4,030	△ 413	
リビジョン1	τ1 第1四半期予想	2009.8.4	16,800	△ 750	300	100	リーマン・ショック
リビジョン2	τ2 第2四半期予想	2009.11.5	18,000	△ 200	1,200	550	
リビジョン3	τ3 第3四半期予想	2010.2.4	18,500	80	500	280	プリウス発売10周年
サプライズ	τ4 期末実績	2010.5.11	18,951	210	451	130	
	2011年3月期						
イノベーション	τ0 期初予想	2010.5.11	19,200	310	249	100	
リビジョン1	τ1 第1四半期予想	2010.8.4	19,500	340	300	30	
リビジョン2	τ2 第2四半期予想	2010.11.5	19,000	350	△ 500	10	
リビジョン3	τ3 第3四半期予想	2011.2.8	19,200	490	200	140	
サプライズ	τ4 期末実績	2011.5.11	18,993	563	△ 207	73	東日本大震災
	2012年3月期						
イノベーション	τ0 期初予想	2011.6.10	18,600	280	△ 393	△ 283	開示1ヶ月遅れ
リビジョン1	τ1 第1四半期予想	2011.8.4	19,000	390	400	110	タイ大洪水
リビジョン2	τ2 第2四半期予想	2011.12.9	18,200	180	△ 800	△ 210	開示1ヶ月遅れ
リビジョン3	τ3 第3四半期予想	2012.2.7	18,300	200	100	20	
サプライズ	τ4 期末実績	2012.5.9	18,583	432	283	232	

(注)

予想増減額=今四半期発表の通期予想(または期末実績) - 前四半期発表の通期予想

増減額がプラスなら上方改訂、マイナスなら下方改訂を意味する。△はマイナスを表す。

(トヨタ自動車「業績予想の修正に関するお知らせ」と「四半期決算短信」より筆者作成)

③ 通期実績の開示

サプライズ=今期実績_{τ4}-今期の直近予想_{τ3}

ポジティブ サプライズ > 0、

ネガティブ サプライズ < 0

Ⅲ.3 ケース・スタディ

第1表ではトヨタ自動車のリーマン・ショック後の3つの決算期(2010年3月期—2012年3月期)を対象に通期の予想売上高と通期の予想当期純利益を取上げ吟味する。一見ばらばらの経路は優良企業としての一つの特徴をもっていることを示す。

いま、リーマン・ショックで売上高が一気に低下した2010年3月期の当期純利益の通期予想の経路を見ると、「前期実績」のマイナス4,370億円か

ら「期末実績」のプラス2,100億円にむけて、リビジョンで表した通期の予想当期純利益は順調に増加している。イノベーション(5月時点予想)が「保守的」な評価で4、130億円の減少で始まる。これに対し、リビジョン1(8月時点予想)が上方改訂で1,000億円の増加、リビジョン2(11月時点予想)が上方改訂で2,500億円の増加、リビジョン3(翌年2月時点予想)が上方改訂で2,800億円の増加、サプライズ(翌年5月時点実績)が上方改訂で1,300億円の増加である。このように、まず各段階のリビジョンが徐々に改善され、最後にサプライズが増加しており、毎四半期には例外なく業績が改善されている。通期の予想売上高についても当期純利益と同じことがいえる。期初のイノベーション

でやや低目に設定され、リビジョンとサプライズで四半期ごとに改善することで経営者、従業員のやる気を醸成し持続させることが可能になる。

次に、2年目の2011年の通期の予想当期純利益についてみるとすべて増加であり、リビジョンとサプライズともにその増加傾向は2010年と同じである。さいごに3年目は、東日本大震災とタイ大洪水でトヨタは甚大な影響を被った波乱の2012年である。業績予想の開示を見ると、予想値の開示が2度にわたり1ヶ月遅れている。それにもかかわらず当期純利益も売上高も4期のうち1期だけ増減額がマイナスを示しているが、残りの3つはプラスであり、共通の特徴が読み取れる。

たとえば、奈良・野間(2011)ではディスクロージャー優良企業は期初予想が「保守的」であるといい、また、Kato et al(2009)は、過去の実績が劣る企業ほど期初予想は「楽観的」であるという。浅野(2007)は期初時点で楽観的(悲観的)予想を行った企業がより多く上方改訂(下方改訂)しているという。第1表はこれらの経路を分かりやすく示している。

Ⅲ.4 経路の含意と機能の拡大:

財務会計と管理会計の連結環

トヨタの業績予測は、激変期であっても、なぜこのような特定のプロセスをたどるのか。今井範行博士(研究協力者)によれば「利益計画から決算に至る循環プロセスで一貫して低目の保守的方向へ誘導する。このねらいは、社内に常に緊張感の醸成を維持することにある」(談、名城大学JIT経営システム化河田研究会。今井博士の個人的見解である。)と論じている。これは、当初やや低目の計画を立てて、企業に緊張感を抱かせ、その後の実行段階で4半期ごとに計画の達成を確認し、成功を体験するというプロセスに他ならない。

四半期決算短信が2003年度決算から導入されて以降、業績予想は、財務会計といった狭い視野から解き放たれ、四半期の業績予想が財務会計と管理会計の連結環として機能する環境が整った。確かに、柳(2011)がいうように「多くの上場企業は、予算をベースに業績予想を作成するのが慣例となっており、対外的な業績予想開示と社内的な予算管理制度との間に強いリンケージがある」、つまり、財務会計と管理会計は業績予想を連結環とする表裏一体の関係が多くの企業で確認できるようになってきたのである。東証のアンケート調査報告書によると、「質問4-4決算短信等において公表した業績予想について、改訂の要否に関する確認作業をどのように実施しているか。」に対し、「毎月定期的に」と答えた上場企業が14.6%、「四半期ごとに」が、実に43.6%に達している。業績予想と予算が月次予算ベースではほぼ完全にリンクする時期は意外に早くくるかもしれない。また、大多数の企業において基本的に「予算をベースに業績予想を作成する」のが慣例となりつつある。たとえば2011年の日本IR協議会の調査でも74%(サンプル数=959)の上場企業が「社内の予算をもとに業績予想を作成する」と回答している。以上要するに、経営者の業績予想の開示は着々と整備され、連結環としての実績を積んでいる。

Ⅳ 業績予想改訂の パイロット・モデル

Ⅳ.1 業績予想改訂とアクルーアルズの関係; サーベイ

本稿では、目標改訂仮説のパイロット・モデルをテストする。その前に業績予想改訂とアクルーアルズの関係がわが国データでテストした2つの論文で見ておきたい。

首藤論文：首藤(2010)は利益目標値の分析に適した予想誤差を用いて誤差がゼロの近傍での分布の歪みに着目し分析している。ここでは、須田・首藤(2004)を再吟味し、3つの仮説を検証している。まず、仮説1「予想値を達成または予想誤差を減少させるため、予想誤差がゼロ付近の企業の経営者は期末に報告利益を調整する」をたてる。分析の結果、純利益のみが予想誤差の観測値数はゼロを境にして大きく増加しているが、売上高の予想誤差は大きく増加してはいない。この結果は経営者が経常利益と純利益の予想値をターゲットにして利益調整している証拠である、という。次に首藤(2010)は、Kasznik(1999)を参考にして「予想値を達成または予想誤差を減少させるため、期末に裁量的アクルーアルズを利用する」という仮説2をたて、検証している。最後に、仮説3は「予想値を達成または予想誤差を減少させるため、期中に業績予想の下方改訂を行う」である。仮説3については、下方改訂群のうち目標値群とその他の群には期末の裁量的アクルーアルズに有意な差は得られていない。その主たる理由は、本論文の下方改訂では中間決算時の予想という期末からみてあまりにも遠い時点が使われていることである。

本稿ではこの点を勘案して第3四半期時点の通期予想を用いる。

浅野論文：浅野(2007)はアクルーアルズそのものを用いて「経営者の業績予想は期待マネジメントを補うように利益マネジメントが行われている」という興味深い仮説を解明する。そのため、次の5個の説明変数からなる重回帰モデルを推定する。

$$\text{Accruals} = f(\text{days1}, \text{Times}, \text{FE}, \text{revision}, \text{PreY}) \dots \dots \dots (1)$$

結果は次のとおりである。Days1(=直近予想日-実績開示日)は係数が負で1%有意、Times(=予想改訂回数)は係数が負で1%有意、FE(利益実績値-期初予想利益)は係数が負で1%有意、期中の予想改訂revision(=利益直近予想値-利益期初予想値)は係数が正で10%有意、PreY(=予想利益-前期利益)は係数が正で1%有意である、という。これらの検証結果から仮説が検証されたという。浅野論文のメインテーマである予想改訂とアクルーアルズの関係(図表10)では、理論的には負になるのに実証ではポートフォリオ「全体」では正で有意になっており矛盾している。今後の研究にとり手がかりとなる貴重な発見である。

本稿ではこの矛盾点を深くさぐりたい。

IV.2 裁量的アクルーアルズの推定

現在、世界中の企業が採用している会計制度は発生主義会計である。発生主義会計は現金主義会計に比べ企業の業績を的確に表現できる。しかし、反面、発生主義会計は収益の認識や費用の計上に恣意的判断が介入しやすいという大きな欠点がある。

損益計算書のボトムラインの当期純利益を操作する利益調整が生じやすい。当期純利益(Net Income)と営業キャッシュフロー(Cash Flow from Operation, CFO)の差をアクルーアルズ(Accruals、発生項目、発生高)と名づける(Healy, 1985)。

$$\text{全アクルーアルズ}_t = \text{当期純利益}_t - \text{営業キャッシュフロー}_t \dots \dots \dots (2)$$

$$\text{TAt (total accruals)} = \text{Et (earnings)} - \text{CFO}_t \text{ (cash flow from operation)}$$

当期純利益と営業キャッシュフローとの差が、

発生主義と現金主義の差であるという事実に着目しアクルーアルズと呼ぶのである。もともとこのアクルーアルズという言葉の出どころが複式簿記でおなじみの見越・繰延勘定 (Accruals and Deferrals) である。

利益調整分析の第1段階ではまずアクルーアルズの実現値TAから裁量行動前の正常なアクルーアルズを控除して異常なアクルーアルズを推計しこれを裁量的 (discretionary) アクルーアルズDAと名づける。第2段階で残りの残差項つまりDAから適切な会計行動の説明要因を推定する。

$$\text{裁量的アクルーアルズDA}_t = \text{全アクルーアルズTA}_t - \text{非裁量的アクルーアルズNDA}_t \dots (3)$$

正常なつまり非裁量的 (non-discretionary) アクルーアルズは通常Jones方式と呼ばれる売上高を説明変数とするごく簡単なモデルで推計される。本稿ではJohns方式は採用しないで、第1段階の推計では正常値は前期実績値とする。これはDeAngelo方式と呼ばれ、ランダムウォークを仮定している。裁量的アクルーアルズは次のようになる。

$$\text{DA}_t = \text{TA}_t - \text{TA}_{t-1} = \text{E}_t - \Delta \text{CFO}_t \dots \dots \dots (4)$$

IV.3 目標改訂仮説

業績予想の改訂: 第1図には、適時開示制度のもとでの通期業績予想の開示プロセスが示されている。たとえば、4月1日に始まる3月決算企業が翌年2月の第3四半期の決算を発表するときに同時に通期の予想値が開示される。5月の期初時点と翌年2月時点との通期業績予想の差が予想業績の改訂 (リビジョン revision) である。ここに業績とは通常、通期予想当期純利益をさす。5月時点の予想利益より翌年2月の予想利益のほうが大きい

と上方改訂といい、小さいと下方改訂という。すでに第1表で見たとおりこの改訂は通常、「増減額」を尺度にしてその大きさが測られる。しかし増減額は方向が分かりにくい。そこで以下では大きさを表すときは「増加額」を、これを相対的表現にするときは「増加率」(=増加額÷前期末総資産) を使うこととする。

目標値としての業績予想: 通期の予想純利益が目標 (target) として、四半期ごとに改訂月の期初時点で設定される。順次、8月時点での目標値の改訂、12月時点での改訂と移動し、翌2月時点で最後の目標値が設定される。四半期の適時開示のたびに業績の改訂があり目標値が変わるのである。

緊張感: この改訂の企業側の主たる目的は、すでに見たとおり古い目標値を新しい目標値に改訂することによって、目標は達成可能だが企業に、より高い緊張感を持続させることである。目標値は予想額そのものでなくやや少なめに (保守的に) 設定されることが多い。先の東証調査では「決算短信等において公表した業績予想について、修正の要否に関する確認作業をどのように実施しているか」との質問 (4-4) に対し、「毎月定期的に」が14.6%(207社)、「四半期ごとに」が43.6%(618社) となっており、予算制度と外部会計とが、結びつき始めている。

改訂増加率と目標達成率の関係: 4月から12月まで予想当期純利益の増加率が高かった企業が、1月から3月までの第4四半期に同等以上の増加率を達成できるとはかぎらない。通期の予想純利益を上方改訂した時点で上方改訂企業の目標は改訂前より厳しい目標となる。また下方改訂企業は改訂前よりゆるい目標となる。つまり、他の条件が同じなら、目標が高まった上方改訂企業は、改訂前に較べて目標達成は厳しくなる。目標を引き下

げた下方改訂企業は改訂前よりも、目標達成は容易になる。上方改訂と下方改訂をまとめて増加率で表現すれば、「業績改訂により増加率が大きくなるほど目標達成は厳しくなる。」と表現できる。

利益調整: 4月から翌12月まで業績増加率が大きかった企業のなかには、第4四半期の目標が高すぎた企業がある。そのうちの一部では、目標にあわせた利益調整を実施する可能性が高まる。期末決算時に利益の前出しや損失の先送りの会計処理により「益出し」をするのである。その結果上方改訂企業群は、アクルーアルズが増加する。他方、他の条件が等しいならば、低い目標の下方改訂企業は、目標値達成の可能性は高まる。ゆりのある間にアクルーアルズを用いて利益の下方改訂する可能性が強まり、利益の先送りや損失の前倒しの会計処理により損出しする機会が増す。その結果、下方改訂企業群はアクルーアルズが減少する。

検証仮説: 以上が目標の改訂を軸にした利益調整の見方である。これを、目標改訂仮説(Target revision hypothesis) と呼ぶこととする。本稿では「業績改訂が大きいほど改訂後の目標が高くなり、目標が未達になる可能性が大きくなる。その結果改訂直後の決算では、利益調整の可能性が高まり裁量的アクルーアルズが増加する」という仮説を検証する。「通期の予想当期純利益の増加率とその後のアクルーアルズの発生率との間には正の関係がある」。これが検証仮説になる。

IV.4 モデル

伝統的な利益平準化仮説に加え新しく目標改訂仮説を設定し、これら2つの仮説を同時に検証するモデルを設計する。なお、モデル1が基本モデルであり、モデル2は補完モデルである。いずれのモデルも経営者の業績予想開示をアクルーアルズが受けるというプロセスがモデル化される。ここに

裁量的アクルーアルズは、第4四半期に発生すると仮定する。

利益平準化仮説を検証するため利益調整前利益が必要である。しかしこの利益は目に見えない。そこで利益操作がやりにくい硬い利益とみられる営業キャッシュフロー(CFO)をこの代理変数とし、「CFOで表現される業績が低迷するとアクルーアルズを増やし、業績が好転すると、アクルーアルズを減らす。」これが利益平準化の検証仮説である。これに対してモデル2では**利益調整後の**業績指標として当期純利益を採用し、平準化仮説を検証する。なお、すべての変数は前期総資産でデフレートされている。また、用語説明は第2表の脚注にある。

モデル1(利益調整前利益)は次のとおりである。

$$DA_t/A_{t-1} = a_0 + a_1 \cdot 1/A_{t-1} + \beta_1 \cdot (\Delta CFO_t/A_{t-1} - \Delta CFO_{t-1}/A_{t-2}) + \beta_2 \cdot (MF_{t,\tau 3}/A_{t-1} - MF_{t,\tau 0}/A_{t-1}) + e \dots\dots\dots(4)$$

β_1 は増分営業キャッシュフローの係数であり、**利益調整前利益**で利益平準化仮説を検証する。符号条件は負である。

β_2 は期中における経営者予想の期待の変化をもたらすリビジョン変数の係数であり、目標改訂仮説を検証する。定数と変数は A_{t-1} でデフレートするため変化額は変化率(投資利益率等)に変わる。符号条件は正である。

モデル2(利益調整後利益)は次のとおりである。

$$DA_t/A_{t-1} = a_0 + a_1 \cdot 1/A_{t-1} + \beta_2 \cdot (MF_{t,\tau 3}/A_{t-1} - MF_{t,\tau 0}/A_{t-1}) + \beta_3 \cdot (MF_{t,\tau 4}/A_{t-1} - MF_{t,\tau 3}/A_{t-1}) + e \dots\dots\dots(5)$$

β_2 は同上である。

β_3 はsurprise変数である期末当期純利益の係数であり、利益調整後利益で利益平準化仮説を検証する。符号条件は負である。

月以降の駆け込み改訂を排除するため最終の予想改訂は1~3月までに限定する。その結果8,530社・年がサンプルとして残った。

IV.5 サンプル

本稿では四半期決算短信が導入された2003年3月期から東日本大震災のほぼ1年前の2010年3月期までに東証・大証・名証に上場されている3月決算の証券・銀行・保険等を除く一般事業会社のうち、当期純利益（実績・予想）と当期営業キャッシュフロー（実績）の完備した企業11,124社・年をサンプルとしてまず選択する。次に異常値を排除するため通期総資産当期利益率で上位5%、下位5%を除外する。少し広めにカットする。4

IV.6 分析結果

分析の結果は、第2表のとおりである。まず、2つの方法で回帰分析の有効性を確認する。ひとつは1次の自己相関の存在を調べる。ダービン・ワトソン統計量dはモデル1とモデル2では、それぞれ2.436と2.437と2に近く、誤差項に自己相関がないことを確認した。次に、誤差項の分散の不均一性を問う。本稿では、この問題に対処するため、モデルの設計の段階から各変数は前期総資産でデフレートしてある。その上でブルーシュ・ペイガン・

第2表 回帰分析

	切片	$1/A_{t-1}$	$(\Delta CFO_t/A_{t-1})$ $-(\Delta CFO_{t-1}/A_{t-2})$	$(MF_t, \tau_3/A_{t-1})$ $-(MF_t, \tau_0/A_{t-1})$	$(MF_t, \tau_4/A_{t-1})$ $-(MF_t, \tau_3/A_{t-1})$	Adj.R ²	ダービン・ワトソン統計量	ブルーシュ・ペイガン・ゴットフライのF統計量	サンプル数
	a_0	a_1	β_1	β_2	β_3				
モデル1	係数	-0.001	68.035	-0.003	0.388		2.436	20.371	11,124
	t値	-1.002	6.658***	-6.109***	10.290***	0.015			
モデル1	係数	-0.001	110.963	-0.270	0.563		2.253	335,489	8,530
異常値抜	t値	-0.595	12.005***	-63.037***	19.374***	0.334			
モデル2	係数	-0.001	76.024		0.362	0.616	2.437	11.784	11,124
	t値	-1.311	7.423***		9.592***	8.449***	0.018		

(注)

「異常値抜」とは、各変数の上下5%を除いたサンプルをいう。

t値はt検定の結果を示す。***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

ソフトウェア c-views 7

筆者作成

記号の説明

τ は決算期を表す添え字である。 τ は期中のある時を表現する添え字である(τ_0 , 前期本決算開示時、 τ_3 , 第3四半期決算開示時、 τ_4 , 期本決算開示時、 τ_Q は任意時)。DA $\tau \dots \tau$ 期の裁量的アクルーアルズ、 $A_{t-1} \dots t-1$ 期の総資産、 $\Delta CFO_{t \dots t}$ 期の営業キャッシュフロー増分式(1),式(2)及びDeAngeloの仮定からDAは ΔCFO で表現される利益操縦前当期利益の代理変数、 a_0 , このモデルの定数項、構造要因など。 a_1 , 元のモデルの定数項 構造要因など、 $MF_t, \tau_x \dots \tau_x$ 時点における τ 期の当期純利益の経営者予想。 β_1 営業キャッシュフローの係数, 利益平準化変数(利益調整前) 符号条件 負。 β_2 期中における経営者予想の期待の変化をもたらす revision 変数の係数, 目標改訂仮説 変数符号条件, 正。 β_3 期末当期純利益の surprise 変数の係数, 利益平準化変数(利益調整後) 符号条件, 負。

ゴッドフリーのF統計量で検証した。それぞれ20.371と11.784であり上限1%のF統計量の境界値4.61を越えており、分散の不均一性に問題はないとの結果をえた。

次に回帰分析の結果を見よう。業績改訂仮説の係数である β_2 はモデル1もモデル2も符号条件は予想どおり正であり、t値は大きく、1%水準で有意である。ここに目標改訂仮説は析出された。

モデル1の係数 β_1 は符号条件どおり負であり1%水準で有意である。ここに利益平準化仮説は検出された。これに対しモデル2のsurprise変数の係数 β_3 は符号が予想とは逆の正であり1%水準で有意である。つまり利益調整後利益での利益平準化の検証は論理的に整合せず、モデルとして採用するのは困難である。

ただ、業績改訂仮説と利益平準化仮説がモデル1で析出されたといってもモデル1全体の妥当性を示す決定係数は0.015と著しく低い。そこで各変数の上下5%を異常値と考えサンプルから抜いてテストした。その結果、ダービン・ワトソンのd統計量は、2.253と2に近く自己相関はない。また、ブルーシュ・ペイガン・ゴッドフリーのF統計量は335.489と境界値4.61よりはるかに大きく、分散の不均一性に問題は認められない。問題は著しく低い決定係数であるが、これは0.334と大きく跳ね上がった。異常値を上下5%とやや多めに消去した結果、モデルの妥当性が著しく高まったのである。

V | むすび

本稿では業績改訂とその後に発生する裁量的アクルーアルズとの間に正の関係があるという目標改訂仮説をテストした。ここに他の条件が同じなら、業績の「増加率」が大きい銘柄ほど目標が高くなり、目標達成が厳しくなる。その場合、企業に

よっては期末に利益調整に追い込まれ、結果的にアクルーアルズが大きくなる企業が増えるから両者に正の関係があるといえる。この事実を大量のデータを用い回帰分析で確認した。

業績予想の開示はリスクを伴う。たとえば、利益予想が過大であった場合、目標未達の責任問題が発生するかもしれない。2011年3月11日に勃発した東日本大震災で多大に損害を被った自動車産業は、例年と比べわずかに1ヶ月遅れの6月中旬、見通しがまだ十分に固まっていないリスクの高い段階で決算予想利益を開示した。これはなぜか。「企業はなぜリスクを冒してまで予想利益を開示するのか」。この疑問に答えるのは容易ではない。しばしば、「米国などに比べ訴訟コストが安い」ことが指摘される。ただこの指摘はトヨタ自動車などのグローバル企業には通用しない（「トヨタ和解に裏の教訓」日本経済新聞、2013年1月8日）。またバランスよく収益面も勘案すべきである。

今井範行博士によれば「利益計画から決算に至る循環プロセスで利益を一貫して低目の保守的方向へ誘導する経営者は多い。そのねらいは、社内に常に危機感の醸成を図ることにある」と論じている。予想利益が低目を開示されることによって、社内に危機感が醸成され、この環境が企業体質を強靱にする。そこから生まれる経営上のプラスの効果に期待するからこそ経営者はリスクを冒しても予想情報を開示するのである。

【付記】

本研究に対し平成20年度、平成21年度、平成22年度文部科学省科学研究費基盤研究B（課題番号20330096）及び名城大学研究成果展開事業費の助成をうけた。記して感謝申し上げます。

参考文献

- ◎ Graham, J.R., C.R. Harvey and S. Rajgopal(2005) / The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics* 40.
- ◎ Healy, P.M.(1985) / The effect of bonus schemes on accounting decisions, *Journal of Accounting & Economics* 7, 85-107.
- ◎ Jones, J.(1991) / Earnings management during import relief investigations, *Journal of Accounting Research* 29, 193-228.
- ◎ Kato, K., D. J. Skinner, M. Kunimura(2009) / Management forecasts in Japan: an empirical study of forecasts that are effectively mandated, *the Accounting Review* Vol.84.5, pp.1575-16
- ◎ Kasznik, R.(1999) / On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 37.1, pp.57-81
- ◎ Kunimura, M., Kubo, M.,(2009) / Revision of management forecasts and earnings management under the Toyota production system in the Japanese automobile industry. *proceedings of 10th asian academic accounting Association Conference*
- ◎ Trueman, B, (1986) / Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *Journal of accounting and economics* 8, pp.593-71
- ◎ Xavier Garza-Gomez, M. Okumura and M. Kunimura(2000) / Discretionary accruals models and the accounting process, *Kobe Economic and Business Review*, 45 pp.103-135
- ◎ 浅野敬志(2007) / 「経営者の業績予想における期待マネジメントと利益マネジメント」『経営分析研究』23, pp33-42
- ◎ 浅野敬志(2011) / 「日本企業の期待マネジメントとアナリストの反応」『証券アナリストジャーナル』2011.6, pp8-15.
- ◎ 伊藤邦雄(2011) / 「業績予想開示の意義と見直しの方向」『企業会計』63.11, pp18-27.
- ◎ 國村道雄(1984) / 「わが国企業の決算予想情報の特徴」『証券アナリストジャーナル』第22巻第8号 pp.9-30.
- ◎ 國村道雄・久保暢(2011) / 「わが国自動車製造業の経営者予想と利益平準化との関係: 試論」『名城論叢』第12巻2・3合併号, 35-55.
- ◎ 清水寿二(1982.2.10) / 「わが国証券市場における業績予想の概況」『経理情報』No.304, pp.26-30.
- ◎ 首藤昭信(2010) / 「日本企業の利益調整」 / 中央経済社
- ◎ 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」『ディスクロージャーの戦略と効果』第9章所収 / 森山書店, pp.211-229
- ◎ 須田一幸・花枝秀樹(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
- ◎ 円谷昭一(2007) / 「インベスター・リレーションズと業績予想の関係」『会計』172巻4号
- ◎ 円谷昭一(2008) / 「経営者業績予想の駆け込み改訂の研究」『証券アナリストジャーナル』Vol.46 No5.
- ◎ 円谷昭一(2009) / 「会社業績予想における経営者バイアスの影響」『証券アナリストジャーナル』V, No.5
- ◎ 堀本三郎(1998) / 「CAPMの検証モデル」『南山経営研究』13(2) 123-138
- ◎ 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: 予測誤差と業績改訂行動を中心に」『現代ディスクロージャー研究』 / 日本ディスクロージャー研究会, No.11 pp.1-1
- ◎ 柳良平(2011) / 「業績予想に係る投資家サーベイと脱予算経営による改善」『企業会計』Vol63 No11.

On the Revision of Earnings Forecasts by Managers in Japan

Michio Kunimura
Mitsuru Kubo

This paper examines the revision of earnings forecasts by top management in Japan. In July 2010, Keidanren (Japan Business Federation) was worried about disclosure costs increasing since 2003 under the quarterly financial reporting rules. Many companies have begun to link external earnings forecasts disclosure with internal budgetary systems. This linkage has become tight and produced implicit benefits. Keidanren has overlooked these benefits. This paper will show the disclosure process with three steps. The first step is an innovation stage which evaluates the difference between initial earnings forecasts and actual performance of the previous fiscal year. The second is a revision stage measuring the difference between present earnings forecasts and previous earnings forecasts, and the last is a surprise phase which examines the difference between actual performance and the latest earnings forecasts. For example, the three steps of Toyota Motor Corporation for fiscal year 2009 can be identified as follows: “The innovation stage is conservative, the revision stage is upward, and the surprise phase is positive.” This process is one of the typical paths of an excellent company. Finally, this paper examines the target revision hypothesis. This new hypothesis asserts that “*ceteris paribus*, there exists a positive relationship between earnings revision at the revision

stage and discretionary accruals at the following phase because the upward revision firm has to keep a tighter target than the downward revision firm. This different condition results in more discretionary accruals in the upward revision firm at a following surprise phase.

