

業績予想開示をとりまくマクロ要因についての考察

小 倉 昇

【キーワード】 経営者予想、予想修正、会計制度、マクロ経済、資本市場

1 はじめに

日本の上場企業には、当期の自社業績の予想を前期決算の速報と同時に発表するという習慣がある。これは法律や会計基準で義務付けられたものではなく、証券取引所の要請に基づき行われているものであるが、証券取引所が定めた決算短信の様式の中に業績予想を記入する欄が設けられており、もし決算短信の中で業績予想を発表しないときにはその理由を付記することが求められている。このような事情の下で、日本の株式市場に上場するほとんどの企業は、特に障害がない限り決算短信の発表と同時に業績予想の発表を行っている。

1900年代には、決算短信は本決算の直後と中間決算の直後に発表されるだけであったが、21世紀初頭に日本にも四半期決算が導入され、決算短信も3か月ごとに年4回発表されるようになった。これにともない現在では、自社業績予想の発表も四半期決算の直後に年4回行われるようになってきている。年4回の業績予想発表の中には、前回の予想値と全く同じものが発表されることもあるが、修正された業績予想が発表されることもある。また、四半期ごとに実施される業績予想に加えて、業績の見込みに変動が生じたときには、必要に応じて業績予想の修正値が発表される。回数の多い企業は、年間10回以上の業績予想の発表を行うことがある。年度初めに（多くの場合、前期の本決算の決算短信とともに）発表される業績予想を期初予想とよび、期初予想と異なる予想値が2回目以降に発表される場合は予想修正とよばれる。

日本企業による自社の当期業績予想の開示は、1970年代に始まり中断することなく実施されてきたので、その継続期間の長さ、上場企業の実施率の高さ、年間発表回数の多さの3点について、世界でも類をみない習慣を形作っている。しかし、日本企業の業績予想開示が、35年前から現在のような形で実施されていたのかというと決してそうではない。また、現時点での業績予想開示が10年後も20年後も維持されるわけでもない。それぞれの時代背景を反映して制度が整備されてきた。今後も改善されることになる。本稿では、企業による業績

予想開示のあり方に、これまでどのような影響要因が関わってきたのかを分析する。

日本企業が発表する自社業績予想は、日本の新聞や投資家向け刊行物では「会社予想」とばれている。しかし、ファイナンス分野や会計分野の学術論文では「経営者予想」とよばれることが多い。欧米では投資アナリストが商品として、あるいは顧客へのサービスとして、外部者の立場から上場企業の業績予想を行うのが一般的であり、上場企業が自社業績の予想を行う例はかつては少なかった（2000年代の調査では、米国の上場企業の70%が自社業績予想を公表しているといわれている）。前者を analyst forecasts とよび、後者を management forecasts とよんで区別していた。英文で記述されていた management forecasts を日本語に翻訳する際に、「経営者予想」という訳語が考えだされたと思われる。

本稿では、日本語で発表されている他の研究論文に従って、経営者予想という表現を用いることにする。

2 経営者予想をとりまく経済要因と制度要因

まず、分析の総合的なフレームワークを図表－1に示す。図表－1には、4つのファクターが示されている。中央にあるのは経営者予想自身であり、経営者予想から第2のファクターである資本市場に矢印が出ているのは、経営者予想は資本市場で活動する投資家に提供することを前提にしていることを意味している。経営者予想の情報内容は、資本市場における投資家の行動に影響を与えるが、また、投資家からの要求も経営者予想に影響を与える可能性があるので、「利用者ニーズ」の矢印が資本市場から業績予想に向かって伸びている。

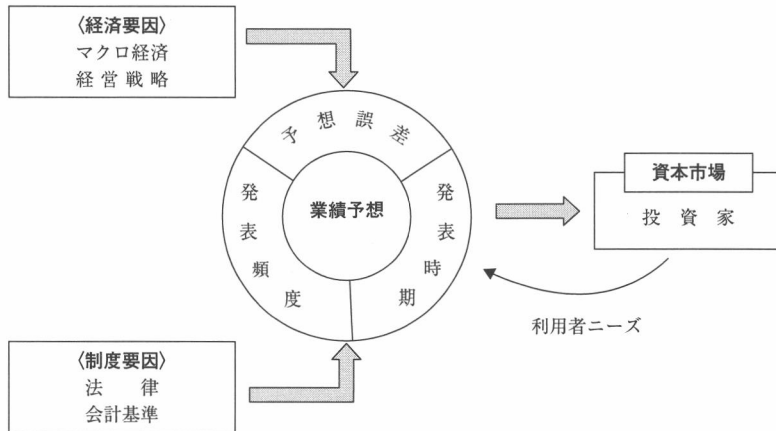
経営者予想の状態を捉えるために3つの属性、予想誤差、発表頻度、発表時期、が観察されるべきことが示されている。これらの中で最も重要な属性は、予想誤差である。予想である限り後日判明する実際値との間には差が生じる。業績予想情報の利用者である投資家（既存株主および潜在株主）はある程度の予想誤差が含まれていることを容認して、経営者予想を観察するのではあるが、予想誤差が少ない情報と多い情報とでは異なる反応を示すだろう。

投資家にとって予想誤差の次に重要な属性は、発表頻度と発表時期である。業績予想の数値が同じ（つまり、予想誤差が同じ）であっても、1年に1回しか発表されない情報と、3か月ごとに更新される情報では、解釈が異なり情報の有用性も異なると考えられる。同じように、実際値が判明する12か月前に発表される予想情報と、2か月前に発表される予想情報では、情報内容が同じでも情報利用者にとっての意味は異なるはずである。

図表－1の分析フレームワークでは、経営者予想に影響を与える外部要因として、経済要因と制度要因を区分している。経済要因は、国や世界レベルのマクロ経済に属する要因もあれば、個々の企業に帰属する経営戦略のようなマイクロ要因もある。いずれも情報利用者である投資家の立場からはコントロールしにくい要因である。これに対して、法律や会計基準、

政府の政策などの変更が経営者予想に影響を与えることも考えられる。これらを制度要因と名付けた。制度要因は、投資家が法律や会計基準の制定プロセスに参加することによって影響力を行使する可能性があるので、経済要因とは区別して表示している。

図表－１ 業績予想開示を取り巻く諸要因



図表－１に示したすべてのファクターを同時に分析することは不可能であるので、これまでの研究では、部分的に2つか3つの要素を取り出し、要素間の因果関係を分析するものが多かった。1980年代から90年代の経営者予想に関する研究は、経営者予想の存在と資本市場の関係を検証するものがほとんどを占めた。経営者予想の属性を観察するのではなく、経営者予想が存在する場合と存在しない場合を想定し、2つの場合における資本市場の状態を株価を通して観察した。経営者予想が存在する場合には、そうでない場合と比較して資本市場の状態が異なる（つまり株価が変動する）という確証を示すことによって、経営者予想と投資家の行動には因果関係があるという仮説を裏付けたのである。

2000年代にはいと、予想誤差や予想修正に研究者の目が向けられるようになった。予想誤差に関する研究は、経済要因と予想誤差の因果関係を検証する研究が先行したが、予想誤差の水準と投資家の行動の因果関係を分析する研究も現れるようになってきている。他方、予想修正の研究はさらに新しく論文数も少ない。予想修正の原因を検証する研究は、予想修正が利益調整のために行われているという仮説を検証することに集中している。予想修正が投資家の行動に与える影響を分析した研究はまだみられない。

21世紀になって大きく変化したのは、予想修正の発表回数が増加したことである。経営者予想に関する研究は2000年代になって急に増加してきたが、それらの中で予想発表回数に着目した研究はまだ蓄積が進んでいない。本稿では、予想発表回数について取り上げ、2000年初期の予想発表回数に影響を与えた外部要因を考察することである。それらの外部要因と経営者予想の発表回数の因果関係のプロセスを考察し、検証することが経営者予想の改善に資することを提案する。

3 2000年代における業績予想開示の概観（経年比較）

本節では、日本の上場企業が行っている業績予想開示の全般的状況を解説する。上場企業の業績予想について把握するために、日経データマーケティング社から購入した上場企業業績予想情報データを利用した。このデータには、日本市場に上場する企業が1997年1月から2011年12月末までに発表した本決算業績予想（通年の売上高、経常利益、当期利益、一株当たり利益および2006年以降の営業利益の予想値）および本決算による実績値が収録されている。業績予想情報には、決算短信（本決算、中間決算、四半期決算を含む）の中で発表している業績予想情報、および随時発表する予想修正情報が含まれる。ただし、これらのうち1997年から1999年のデータについては、複数の企業について中間決算時の情報が欠落していることがわかった。後述するように、2002年までは本決算の決算短信で発表される業績予想と中間決算の決算短信で発表される業績予想が異なる企業が極めて少なかったため、中間決算時の業績予想の情報価値が低かったと思われるが、本節では1999年以前のデータを排除して考察を行うことにする。

また、決算日変更のために会計期間が12か月を下回る企業、新規上場、上場廃止、組織統合などの理由で1年間を通してのデータが得られない企業の当該年のデータは排除して集計を行った。2011年決算のデータは、6月末までに本決算の決算日を迎える企業のデータを2010年度のデータとして集計し、7月以降に本決算の決算日を迎える企業のデータは排除した。

図表－2に、2000年度（2000年7月から2001年6月に本決算を行った企業を集計）から2010年度（2010年7月から2011年6月に本決算を行った企業を集計）までの、業績予想の開示回数と修正回数の平均値を年度別に示した。開示回数については、中間決算および四半期決算の決算短信の中で発表される定時発表の業績予想のうち、直前に発表された業績予想と売上高、経常利益、当期利益、EPS（一株当たり利益）の4項目がすべて一致しているものについては回数に算入していない。また、予想修正の回数については、本決算の決算短信を除く予想情報の発表について、上記4項目のいずれかが直前の発表と異なる値であったときに1回の予想修正発表として計算している。また、年間平均値を計算するときの分母からは、当該会計年度に業績予想を発表していない企業は除いている。

図表－2の数値から下記の観察を得ることができる。

- (1) 年間開示回数は、2002年度から2年間と2008年度に大きく増加している。
- (2) 年間開示回数に比べて、各項目の修正回数は少ない。
- (3) 売上高予想、経常利益予想、当期利益予想の修正回数には、すべての年度を通して一定の順序関係がみられる。

図表－２ 業績予想開示の発表回数と修正回数の変遷

年 度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
年間開示回数	1.852	1.977	3.030	3.890	4.189	4.294	4.300	4.410	4.952	4.832	4.664
予想修正回数											
売上高予想	0.632	0.794	1.343	1.288	1.306	1.274	1.215	1.244	1.758	1.467	1.204
経常利益予想	0.672	0.813	1.423	1.373	1.374	1.387	1.280	1.340	1.903	1.542	1.295
当期利益予想	0.666	0.808	1.369	1.327	1.337	1.324	1.240	1.303	1.835	1.516	1.261
EPS 予想	0.706	0.853	0.901	1.222	1.379	1.356	1.252	1.369	2.032	1.758	1.517
サンプル企業数	2,644	2,763	2,736	2,790	2,882	2,981	3,121	3,093	2,982	2,889	2,854

調査対象は、日本の全株式市場上場企業（ただし、重複上場企業は１社に計算）。

まず、2002 年度および 2008 年度の開示回数、修正回数の増加について考察しよう。これらの年度に予想修正回数が増加した直接の原因は、マクロ経済環境の変化である。2002 年度には IT バブルの崩壊があり、2008 年度には米国でサブプライムローン問題が発生し、それがリーマンブラザーズの破綻、世界的な金融危機へと発展した。これらの急激な経済環境の変化に直面し、多くの上場企業が期初に発表した業績予想を修正しなければならなかった。

しかし、2002 年度直後の予想修正回数の変化と 2008 年直後の予想修正回数の変化は異なる経過をみせる。2003 年度以後、予想修正回数はほとんど減少せず 2002 年度の水準を維持し、年間開示回数はむしろ漸増傾向をみせる。これに対して、2009 年度以降の予想修正回数及び年間開示回数は減少し、2007 年度以前の水準に戻ることを観察することができる。この差異の背景には、2003 年度以降の開示回数の増加が IT バブル崩壊以外の理由によってもたらされたものであることを推測できる。つまり、日本企業の四半期決算の導入である。四半期決算が金融証券取引法によって義務化されるのは 2008 年からであるが、それに先立ち証券取引所の自主ルールとして、2004 年 4 月に始まる会計期間から四半期報告書を開示することが上場企業に義務付けられた。これらの動向を先取りし、2003 年度には、開示義務がないにもかかわらず四半期決算の公表を始める先行導入の企業が現れた。

四半期報告書の開示を始めた上場企業は、3 か月ごとに到来する四半期決算日から 45 日以内に四半期決算の決算短信を発表しなければならない。その決算短信の中の決算概要の様式には第 2 四半期までの業績予想を記入する欄と、通期の業績予想を記入する欄が設けられた。このような経緯で、日本の上場企業は 2004 年前後から年に 4 回の業績予想情報を開示するようになった。年 4 回の業績予想情報の開示は、約 3 か月前に開示された業績予想の数値と全く同じ数値を発表する場合もあれば、直前の業績予想に修正を加えた新しい数値が発表されることもある。

2003 年度の業績予想開示の平均回数は 3.89 と 4 回に近い値に迫り、2004 年度以降は一貫して 4 回を超えている。第 1 四半期の決算短信で予想修正を行う企業が少ないことを考慮すると、本決算の決算短信を除く年 3 回の四半期・中間決算の決算短信（定時開示）以外にも

業績予想の修正を企業が発表する回数は、平均して1回以上になっている。この数値は平均値なので、1社で5回以上の予想修正の発表を行う企業もあれば、四半期決算時以外には修正を発表しない企業も、実際にはかなりの割合で存在する。

項目別の予想修正回数をみても、四半期決算が普及した2004年以降は、予想修正回数の平均値は1より大きな値を示している。このことは、相当数の企業が年間2回以上の予想修正を行っていることを含意しているが、2004年度から2007年度の間には、これらの予想修正の約80%が四半期決算および中間決算の直後（45日以内）に発表されている。2008年度と2009年度については、予算修正回数が増加し、四半期決算や中間決算の直後以外の時期に発表される随時開示の予想修正の割合が40%程度まで上昇する。これらの観察から、2004年に始まる四半期決算情報の開示は、業績予想の修正回数に実質的な影響を与えたことが推論される。

第2の観察ポイントである年間開示回数と予想修正回数の比較について考察しよう。前期本決算の決算短信が発表される年度初めには必ず初期予想が発表されるので、年間開示回数から1を引いた数値が、1年間に開示4項目のうち少なくともひとつの項目について修正値が発表された回数である。この数値と開示4項目の修正回数を合計した数値の比率を考えることで、初期予想を除く業績予想発表の1回あたりにいくつの項目が修正されているのかを推測することができる。上記の係数が4に近ければ、ほとんどの業績修正発表において開示4項目のすべてが修正されていたと考えられ、係数が1に近ければ、1項目の予想値の修正を行うために業績予想修正の発表が行われる割合が非常に高いと考えることができる。

2000年代初めのころは、1回の修正発表で平均3項目を超える予想値の修正が行われていたが、2004年度以降は、係数が2未満に下がり、つまり1項目あるいは2項目の修正だけであっても業績予想修正の発表が行われるようになった。前述したように、1会計期間中の2回目以降の業績予想発表が四半期決算および中間決算の短信の中で行われることが多いことを同時に考慮すると、業績予想を修正する場合には、第2四半期以降の定時開示の機会を待とうと考える企業が多いのではないかと考えられる。

第3の観察点、つまり開示項目間の修正回数の順序関係について考察しよう。すでに指摘したように、2000年度から2010年度の各年度について、売上高予想、経常利益予想、当期利益予想の項目間で比較すると、売上高予想の修正回数が最も低く、次に経常利益予想の修正回数となり、当期利益予想が最も回数多く修正されていることが観察される。2000年度と2001年度には、経常利益予想の修正回数は当期利益予想の修正回数に近い値を示すが、2002年度以降は売上高予想の修正回数と当期利益予想の修正回数とのほぼ中間あたりに位置する年度が多いことがわかる。

通常は、売上高予想を変更しなければならない原因は、事業活動の予想外の好調・不調または規模の大きいM&Aや事業売却を伴う組織再編などが考えられ、これらの原因が生じた

場合には売上高予想の修正だけでなく経常利益予想や当期利益予想の修正を伴うのが普通である。ただし、市場環境の悪化により売上高の予想は下げざるを得なくなったけれど、コスト削減努力を行うことにより経常利益や当期利益の減少を回避するという企業もゼロではない。そのような現象の存在を配慮しても、業績予想修正の大半が売上高の変動に端を発するものであることを、これらの修正回数のデータは示している。

とはいえ、予想修正の一部は売上高予想の修正を伴わず、経常利益予想だけの修正である場合や、当期利益予想のみの修正という場合もあることを、項目間の予想修正回数の順序関係は示唆している。売上高予想を修正せずに、経常利益のみを修正する場合には3つのケースが考えられる。ひとつは、コスト要因の変動により予想通りの売上高を達成する見込みがあるにもかかわらず、営業利益や経常利益、当期利益など利益項目の予想値を変更しなければならない場合である。第2のケースは、営業外収益あるいは営業外費用の予想外の変動があった場合である。本稿での考察の対象期間である2000年から2010年の間には、国内金利の急激な変動はなかったため、このようなケースは海外に巨額の金融資産を持つ企業グループであるか、または主要な貸出債権に関して急激なリスクの上昇が予想され貸倒引当金を積み増す必要があった場合などに限定されるので、このケースが該当する確率は高くない。第3には、将来予測情報に関する適時開示基準の厳密な適用によってもたらされる食い違いである。売上高予想の修正基準（10%以上）と利益項目の予想値の修正基準（30%以上）との間に差があるので、売上高予想については基準を超える変化はなかったが、経常利益予想や当期利益予想において基準を超える変化があった場合である。

さらに考察を当期利益予想のみの修正の可能性に進めよう。すでに示したように、2002年度から2010年度の間一貫して、売上高予想、経常利益予想に比較して当期利益予想の修正回数が最も多い。このことは売上高予想や経常利益予想が修正されないで当期利益だけが修正される場合があることを示唆している。このようなケースは、金融資産の時価評価に伴う評価損益、事業不振の子会社資本の減損処理、退職給付引当金の一括処理など決算処理に伴って生じる予想修正が多いと考えられる。

第1節で本稿の課題として提起したように、経済環境の変化から経営者予想が受ける影響と会計制度の変更から経営者予想が受ける影響の違いは、上記の売上高予想、経常利益予想、当期利益予想の修正回数の変化に現れると考えられる。

4 業績予想開示の産業間比較

前節の観察から、業績予想開示の実態は2003年を境に大きく変化したことが明らかになった。本節では、産業分野によって業績予想開示の実態が異なるのかどうかを、同じデータの産業別集計を使って検証する。もし、産業間に差異があれば、その差異が生じた時期から、

差異の理由または原因を推定することも試みる。

図表－3 産業別の業績予想開示回数および予想修正回数（2000年度～2010年度）

業種名	年間開示回数	予想修正回数				企業数
		売上高	経常利益	当期利益	EPS	
食品	3.76	1.13	1.22	1.17	1.24	123
繊維	3.87	1.29	1.44	1.36	1.37	60
製紙	3.83	1.21	1.38	1.32	1.37	23
化学	3.75	1.19	1.27	1.23	1.32	183
医薬	3.89	1.15	1.27	1.21	1.52	42
石油	3.69	1.70	1.61	1.66	1.42	10
ゴム	3.81	1.33	1.50	1.41	1.44	22
窯業	3.90	1.43	1.55	1.49	1.41	60
製鉄	3.79	1.66	1.74	1.68	1.53	54
金属	3.92	1.45	1.58	1.52	1.42	113
機械	3.91	1.35	1.45	1.43	1.41	211
電機	3.72	1.27	1.36	1.33	1.31	184
造船	3.94	1.09	1.25	1.28	1.22	6
自動車	3.72	1.50	1.53	1.51	1.54	81
運輸機	3.74	1.31	1.41	1.41	1.30	14
精密機	3.95	1.38	1.43	1.40	1.42	50
その他製造	4.05	1.28	1.40	1.34	1.35	99
水産	4.20	1.29	1.34	1.29	1.40	9
鉱業	4.04	1.65	1.72	1.69	1.56	9
建設	3.89	1.10	1.19	1.14	1.10	180
商社卸	3.98	1.21	1.29	1.25	1.32	329
小売業	3.88	1.17	1.19	1.14	1.27	204
銀行	3.47	1.13	1.20	1.27	1.12	98
その他金融	2.72	0.85	0.95	1.01	0.91	7
不動産	3.72	1.16	1.25	1.19	1.13	50
鉄道	3.69	1.37	1.35	1.42	1.35	31
運輸	3.82	1.09	1.15	1.13	1.18	33
海運	3.84	1.75	1.92	1.92	1.73	18
航空	3.63	1.36	1.32	1.30	1.11	5
倉庫	3.88	1.11	1.28	1.22	1.36	41
通信	4.03	1.27	1.33	1.28	1.47	28
電力・ガス	3.79	1.44	1.32	1.33	1.63	23
サービス	4.11	1.12	1.20	1.15	1.26	484
全産業合計	3.89	1.24	1.32	1.28	1.31	31735

図表－３に、産業別の業績予想開示回数と項目別修正回数を示した。表に示された数値は、2000年度から2010年度の11年間の平均値である。年度によって、当該産業に区分されるサンプル企業数（上場企業のうち前節で説明した条件に適合した企業の数）が異なるので、それぞれの年度の企業数で加重平均された平均値になっている。なお、当該産業に区分された企業数の11年間の平均値を最も右側の列に示した。

産業分類は、日経業種分類の中分類を採用し全サンプルを33業種に区分している。まず、業績予想の開示回数については、最も平均開示回数が多い水産業（4.20）と最も平均開示回数が少ないその他金融業（2.72）（その他金融は主に保険会社、証券会社）との間で大きな開きがある。しかし、2番目に回数が多いサービス産業（4.11）と2番目に回数が少ない銀行業（3.47）では差はそれほど大きくない。水産業の平均企業数が9社、その他金融業の平均企業数が7社と、いずれも企業数が少ない産業であるので極端な値を示していると考えられる。項目別の予想修正回数についても、売上高予想、経常利益予想、当期利益予想の3項目ですべて最多修正回数を示す海運業（売上高予想 1.75、経常利益予想 1.92、当期利益予想 1.92）は平均企業数がわずか18社であり、予想修正回数の最小回数はその他金融業（売上高予想 0.85、経常利益予想 1.01、当期利益予想 0.95）が占めている。

図表－４ 産業別の業績予想修正の比較（2004年度から2010年度の平均値）

業 種	売上高予想	(順位)	経常利益予想	(順位)	当期利益予想	(順位)
製鉄	1.90	(1)	1.95	(1)	2.00	(1)
自動車	1.71	(2)	1.73	(2)	1.75	(3)
金属	1.62	(3)	1.67	(3)	1.75	(2)
窯業	1.58	(4)	1.66	(4)	1.72	(4)
機械	1.50	(5)	1.58	(5)	1.61	(6)
精密機	1.50	(6)	1.53	(7)	1.56	(7)
電機	1.45	(7)	1.52	(8)	1.55	(8)
繊維	1.44	(8)	1.54	(6)	1.62	(5)
その他製造	1.39	(9)	1.47	(9)	1.54	(9)
商社卸	1.31	(10)	1.35	(10)	1.40	(10)
小売業	1.29	(11)	1.27	(18)	1.34	(14)
化学	1.29	(12)	1.35	(11)	1.38	(12)
医薬	1.25	(13)	1.32	(14)	1.36	(13)
食品	1.24	(14)	1.28	(16)	1.34	(15)
不動産	1.23	(15)	1.29	(15)	1.34	(16)
倉庫	1.23	(16)	1.33	(13)	1.39	(11)
建設	1.22	(17)	1.27	(17)	1.31	(17)
銀行	1.19	(18)	1.35	(12)	1.27	(19)
サービス	1.19	(19)	1.21	(19)	1.28	(18)

これらの状況から、サンプル企業数が少ない産業の開示回数および予想修正回数は参考としてみるにとどめ、観察対象を平均サンプル企業数40社以上の産業、19業種に絞ることにした。さらに業種間の差を際立たせるために、開示回数・修正回数が少ない2000年度から2003年度のデータを排除して平均回数を求めることにした。その結果、抽出した19業種の2004年度から2010年度の各項目（開示回数、項目別修正回数）の平均値を計算した。さらに、売上高予想の修正回数の多い順に業種を並べ替え、業種間の順位を付加したものを図表－4に示した。

図表－4において、売上高予想の修正回数の多い順に業種を並べたのは、売上高予想、経常利益予想、当期利益予想の修正回数には、業種間の強い順位相関がみられるからである。売上高予想の修正回数で上位4位までを占める製鉄業、自動車製造業、金属産業、窯業は、経常利益予想、当期利益予想の修正回数においても上位4位の位置を占めている。同じように、5位から10位のグループも3項目に共通であり、10位以下のグループにおいても若干の例外を認めるものの3項目共通に、同一の産業が10位台の前半または10位台の後半を示している。このような業種間の強い順位相関の原因は、予想修正回数が売上高予想の修正に依存しているからであると推測できる。

図表－4から観察できる第2の点は、前節で3番目の観察点として指摘した項目間の順序関係である。19業種の中で2業種を除く17業種で、売上高予想の平均修正回数が最も少なく、当期利益予想の平均修正回数が最も多く、経常利益予想の平均修正回数が間に入るという順序関係が共通に成り立っている。つまり、業績予想修正の原因の大半が売上高予想の修正を必要とするような事業の好調あるいは不調であるということは、すべての産業で共通している。

ただし、小売業では経常利益予想の平均修正回数（1.27）が売上高予想のそれ（1.29）を下回り、また、銀行業では当期利益予想の平均修正回数（1.27）が経常利益予想のそれ（1.35）を下回るという、他の業種と異なる順序関係が観察された。銀行業については、損益計算書の区分が他の産業と異なることがこのような結果をもたらしていると思われる。

上述のような業種間差異の原因が、ITバブル崩壊やリーマンショックのような大きな経済環境の変化に対する対応が業種によって異なるために起きるものなのか、あるいは平常な状態の年度に経常的に差異がみられるものなのかを確かめるために、特徴的な業種を選んで修正回数の経年変化を図表－5に示した。図表－5では、項目別予想の修正回数が多い業種から製鉄業と自動車製造業を選び、修正回数が少ない業種から建設業、銀行、サービス産業を選び、2004年度から2010年度までの年度ごとの平均修正回数を示した。

図表－5からは、マクロ経済環境の大きな変化がなかった2004年度から2007年度には、製鉄業と自動車製造業の予想修正回数と、建設、銀行、サービスの各業種の予想修正回数の間には一定の差が見られ、リーマンショックの影響を受けた2008年度と2009年度にもそれ

その業種の間には平常年と同程度の差異が観察される。これらの観察から、業種間には経常的な予想修正回数の差が存在すると理解できる。

図表－５ 業績予想の修正回数（産業別の推移）

製鉄業	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
年間開示回数	4.31	3.98	4.11	4.02	4.91	4.79	4.55
予想修正回数							
売上高予想	2.23	1.72	1.70	1.51	2.38	1.89	1.86
経常利益予想	2.31	1.81	1.76	1.42	2.51	1.96	1.88
当期利益予想	2.33	1.79	1.89	1.51	2.62	1.92	1.94

自動車産業	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
年間開示回数	4.05	3.79	3.81	4.16	5.27	4.91	4.41
予想修正回数							
売上高予想	1.60	1.32	1.30	1.34	2.46	2.16	1.81
経常利益予想	1.57	1.35	1.37	1.28	2.52	2.24	1.82
当期利益予想	1.59	1.42	1.34	1.31	2.54	2.19	1.89

建設業	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
年間開示回数	4.62	4.71	4.66	4.63	4.87	4.88	4.56
予想修正回数							
売上高予想	1.22	1.13	1.23	1.27	1.40	1.29	1.04
経常利益予想	1.23	1.17	1.27	1.41	1.46	1.29	1.03
当期利益予想	1.28	1.27	1.32	1.45	1.49	1.31	1.04

銀行	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
年間開示回数	3.60	3.62	3.69	4.01	5.53	4.37	4.30
予想修正回数							
売上高予想	1.12	1.15	1.07	1.18	1.98	1.03	0.84
経常利益予想	1.24	1.15	1.06	1.24	2.57	1.22	0.97
当期利益予想	1.22	1.00	0.96	1.16	2.52	1.14	0.94

サービス業	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
年間開示回数	4.21	4.37	4.41	4.58	4.86	4.83	4.67
予想修正回数							
売上高予想	1.16	1.19	1.15	1.14	1.36	1.29	1.02
経常利益予想	1.19	1.19	1.17	1.19	1.41	1.28	1.06
当期利益予想	1.25	1.28	1.22	1.23	1.49	1.34	1.11

5 まとめ

本稿では、経営者予想の予想修正回数という属性を手掛かりに、マクロ経済と会計制度という2つの外部要因が日本企業の業績予想開示に与える影響を考察した。マクロ経済が経営者予想の状態の変化に与える影響が大きいことが明白になったが、四半期決算の導入という会計制度の変更も経営者予想の状態に影響を与えていたことが検証できた。

1990年代後半から2000年代にかけて、日本では数多くの会計制度改革が行われた。退職給付引当金の計上基準の明確化、金融資産の時価評価、キャッシュフロー計算書の公表の義務化、固定資産の減損処理導入などであるが、会計制度改革の主要な論点は企業の将来キャッシュフローの予測に資する情報の充実であった。退職給付引当金繰入額や金融資産の評価差額、固定資産の減損など、損益計算書の中に将来予測を必要とする項目が増加したことによって、期首に決算結果を予測することの難易度が増加したと考えられる。決算結果の予測が困難になったことが引き金となって予想修正回数が増加したという仮説は、それがあったとしても極めて低いものだとわかったが、まだ否定はされていない。

1999年にキャッシュフロー計算書公表の義務化が始まった時点で、経営者予想の項目にキャッシュフロー予測を追加しなかったことは、会計制度改革とは全く違う目的で経営者予想制度が考えられているのかと疑わせる。また、近い将来国際会計基準(IFRS)が導入され、損益計算書の最終行にあった当期純利益が包括利益にとって代わられる場合、予想誤差の増加や予想修正回数の増加、あるいは会計期末直前になっての予想修正などの減少がみられる可能性も排除できない。

経営者予想をとりまくこれらの因果関係を研究するために大きな障害となるのが、経営者予想の過去情報について体系的なデータベースの欠如である。この論文で利用可能であったデータから推測できるように、経営者予想の35年以上の歴史の中で、一貫した収録基準に基づいて記録された過去のデータは、10年分を少し超えるだけのものしかない。今後の研究の進化のために早急なデータベースの整備が望まれる。

(付記)

本稿は、科学研究費助成事業(基盤研究(C)・課題番号25380613)の助成を受けた研究成果の一部である。

参考文献

- 後藤雅俊 (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」『会計』第143巻第6号、875-885。
- Kato, K, D. J. Skinner and M. Kunimura (2009), Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts that are Effectively Mandated, *The Accounting Review*, 84 (5) : 1575-1606.
- 川崎徳昭 (2015)、「経営者予想精度と価値関連性の因果関係—タイムラグを伴う予想精度の影響を考察した検証—」『プロフェッショナル会計学研究年報』第8号 : 85-109.
- 太田浩司 (2002)、「経営者予想利益の価値関連性およびアナリスト予想利益に与える影響」『証券アナリストジャーナル』、第40巻第3号、85-109.
- Ota, K. (2006), Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts: Empirical Evidence from Japan. *International Accounting: Standards, Regulations, Financial Reporting*. Elsevier Press: 267-294.

(おぐら のぼる・青山学院大学大学院会計プロフェッション研究科教授)