

# 経営者予想と ディスクロージャー

## 1. 経営者予想利益の裁量性と市場の評価

首藤昭信（東京大学）

## 2. 経営者予想の修正速度と市場の評価

太田浩司（関西大学）

2016年12月18日（日）に大阪市立大学（準備委員長：石川博行氏）において第14回研究大会が開催され、統一論題報告のテーマは「経営者予想とディスクロージャー」と設定されました。統一論題では、音川和久氏（神戸大学）を司会とし、首藤昭信氏（東京大学）と太田浩司氏（関西大学）よりご報告があり、その後活発なディスカッションが行われました。

特集（3）では、本誌への掲載のために編集委員会に提出して頂いた各報告者の報告要旨を掲載しています。当日会場に来られなかった会員のために、討論の概要をお伝えすることにします。なお、統一論題報告の後、統一論座談会が行われました。座長として神山直樹氏（日興アセットマネジメント）、討論者として小澤大二氏（インベスコ・アセット・マネジメント）に参加して頂き、大いに議論が盛り上がったことをお伝えしておきます。

# 経営者予想利益の裁量性と市場の評価

首藤 昭 信(東京大学)

## 1. 報告の目的と背景

わが国の決算短信制度にもとづいて公表される期初の経営者予想利益に注目し、1) 経営者予想利益は、同時に公表される実績利益と比較して、証券市場と契約ではどのように評価されているのか、2) 経営者予想利益に裁量性が存在する場合、市場ではどのように評価されているのか、ということ調査する。

経営者予想利益の評価は、期末における正確度(悲観的 or 楽観的)によって議論されることが多い。しかし予想利益は、その公表時点で経済的帰結を生む可能性がある。また経営者はそのような経済的帰結を意識して、予想値を裁量的に操作するかもしれない。①期初の予想利益の有用性と②その裁量性の影響を検証することは、わが国の経営者予想利益の開示システムを検討する上で重要であると思われる。

## 2. 発見事項の要約

本報告が検討した先行研究からは、以下の点が明らかとなった。第1に、証券市場と経営者報酬契約における期初の予想利益の有用性を先行研究の結果を検討した。検討の結果、株式市場と社債市場の両方において、実績利益の影響をコントロールしても、期初の経営者予想利益は有用であることがわかった(Iwasaki, Kitagawa, and Shuto, 2016; Kitagawa and Shuto, 2016a; Kitagawa and Shuto, 2016b)。ただし、社債市場における予想利益の有用性はデフォルト・リスクの大きさに依存する(Kitagawa and Shuto, 2016b)。また報酬契約において、期初の予想利益は報酬獲得のための利益ターゲットとして機能しており、その達成の難しさに応じて、報酬の支払いを変化させていることも明らかになった(Otomasa, Shiiba and Shuto, 2016)。

第2に、期初の予想利益の裁量性については、経営者は減益予想を避けるために、予想利益を裁量的に調整していることが分かった(Iwasaki, Kitagawa, and Shuto, 2016)。また株式市場の投資家は、予想値調整のインプリケーションを公表時に織り込んでいない可能性があることが分かった(Kitagawa and Shuto, 2016a)。

## 3. 発見事項のインプリケーション

これらの結果は以下のようなインプリケーションを提示する。第1に、株式市場と社債市場の両方において、期初の予想利益情報(予想イノベーション)は、実績利益と同等、またはそれ以上の情報内容

を有することを示唆している。第2に、期初の経営者予想利益の経済的影響を考えれば、投資家はその信頼性を事前に評価することが必要である。本研究の結果は、ファンダメンタル分析がその評価に有効であることを示唆する。最後に、契約における経営者予想利益の意義が議論されることはあまりなかった。本研究の結果は、わが国の経営者予想利益の開示システムが契約の効率性向上に寄与していることを示唆している。

《参考文献》

- Iwasaki, T., Kitagawa, N., and A. Shuto (2016) . Managerial discretion over initial management earnings forecasts. Working paper, CARF-F-369, The University of Tokyo.
- Kitagawa, N., and A. Shuto (2016a) . Credibility of management earnings forecasts and future returns. Working paper, CARF-F-367.
- Kitagawa, N., and A. Shuto (2016b) . Initial earnings forecasts and the cost of debt. Working paper.
- Otomasa, S., Shiiba, A., and A. Shuto (2016) . Management earnings forecasts as a performance target in executive compensation contracts. Working paper, CARF-F-370.



## 「経営者予想の修正速度と市場の評価」 の要旨

太田 浩 司(関西大学)

本研究では、経営者予想の質 (Management Forecast Quality) を構成する要素として、経営者予想 (MF) の期中における修正速度と修正頻度を取り上げ、( i ) MF の修正速度と修正頻度の決定要因、( ii ) MF の修正速度と修正頻度が市場においてどのように評価されているかの、2点に関して調査を行っている。

最初に、( i ) の決定要因に関する調査からは、MF の修正速度に与える要因として、期初予想の正確度 (悪いほど速い)、企業規模 (大きいほど速い)、実現利益が赤字・黒字 (赤字企業ほど速い)、利益予測の困難さ (子会社数が多く利益が不安定な企業ほど遅い)、財務的困窮 (困窮企業ほど遅い) などが存在しているということが明らかになった。また、MF の修正頻度に与える要因としては、期初予想の正確度 (悪いほど多い)、企業規模 (大きいほど多い)、上場市場 (新興市場ほど少ない)、実現利益が赤字・黒字 (赤字企業ほど多い) などが存在していた。

次に、( ii ) の MF 修正速度と修正頻度に対する市場の評価に関する調査からは、全サンプルを用いた場合には、同程度の MF 修正量ならば、市場は修正速度が速く、かつ修正頻度が高い企業に対してより大きく正に反応するという結果が得られている。一方、サンプルを期中上方修正サンプルと下方修正サンプルに分割した分析からは、市場は、上方修正の場合には迅速かつこまめな修正に対してより

Positiveに反応するが、下方修正の場合にはむしろよりNegativeに反応するという結果が得られている。この結果は、行動ファイナンスの領域で指摘されている投資家の代表性バイアス（Representativeness Bias）によって、期の早い段階で頻繁に修正を行った企業に対して、また同様の修正があるのではと、市場が誤って判断してしまっている可能性を示唆するものである。