

## 《論 説》

## 経営者予想利益の修正とリターンの関係

中 川 豊 隆・山 西 佑 季<sup>1</sup>

## I. 序

本稿の目的は、経営者予想利益の修正にもとづく投資戦略によって長期的にどの程度のヘッジ・リターンが獲得できるかを分析することを通じて、経営者予想利益情報の有用性について検証することである。つまり、本稿は、経営者予想利益の修正による投資戦略の有効性の検証と経営者予想利益情報の有用性の検証という二つの側面を持っている。

本研究の背景としては、経営者の業績予想は日本では古くから確立された制度であるとともに<sup>2</sup>、近年、見直しがなされており<sup>3</sup>、その関心が高まっていることが挙げられる。この業績予想は、ほとんどの上場企業が開示しているが<sup>4</sup>、年度の決算発表時に最初に公表され、その後、四半期決算発表時や業績予想修正の基準に従い修正されることがある。このような経営者予想利益の修正は、その企業の実情をよく知る経営者が年次の決算発表による実績値の開示よりも前にその期の業績の見直しを変化させたことを意味するから、投資家はその企業の利益数値にもとづく投資意思決定を行う際に有用であると考えられる<sup>5</sup>。このような観点から、本稿では、特に経営者予想利益の修正の符号にもとづく投資戦略によって獲得されるヘッジ・リターンに関する分析を行う。

経営者予想利益の修正の符号の識別に当たっては、経営者による最終予想と期初予想との差を予想修正とし、その予想修正の符号と当期及び翌期の株価ドリフトとの関係について分析を行った。また、リターン計算の期間は、最終予想よりも前に最終予想と同じ方向へ予想が修正された場合には株価の反応は最終予想の発表よりも前になると考えられることから、最終予想発表後の期間のリターンだけでなく最終予想発表前の期間を含むリターンとの関係も分析した。実質的な視点から言えば、後者のリターンは、期初予想の発表後に最終予想が期初予想を上回るか下回るかということを予測できた場合に獲得可能な1年間の異常リターンを表している。それに対して、前者のリターンは、実質的に、期初予想の発表後に前期の予想修正にもとづいて獲得可能な1年間の異常リターンを表す。つまり、

---

1 熊本県立大学総合管理学部准教授

2 太田 [2006], 85頁。

3 2012年3月、株式会社東京証券取引所は、「業績予想開示に関する実務上の取扱いについて」を公表した。2012年3月期の決算発表から、業績予想開示の柔軟化が実施されている。

4 2010年3月期の東京証券取引所の上場企業における決算発表では、97%弱の上場企業が業績予想として通期の見直しを特定数値で開示している（「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」, 5頁）。

5 一方、「一部の投資者などでは、業績予想は必ず達成されるべきコミットメントであるという誤った理解がなされる」場合があることが指摘されている（「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」, 13頁）。

前期における予想修正のパターンを当期に当てはめることが妥当かどうかを表している。

本稿の構成は次の通りである。第2節では、予想利益の修正に関する日米の先行研究をレビューする。第3節では、本稿で行った分析のサンプルとリサーチ・デザインについて説明し、第4節で分析結果とその解釈を示す。第5節では結論と今後の課題について述べる。

## II. 先行研究

本節では、予想利益の修正とリターンとの関係に関する先行研究をレビューする。なお、経営者予想利益の開示の実態が日米で異なることを考慮して、米国における先行研究についてはアナリスト予想利益を利用した研究を対象にレビューし、日本における先行研究については経営者予想利益を利用した研究を対象にレビューする<sup>6</sup>。これにより、予想利益の修正に関する研究動向を確認しておく。

### (1) 米国における研究

ここでは、米国における予想利益を利用した研究のうち、アナリスト予想利益の修正後に生じる株価反応に関する研究を中心にレビューする。

#### a. Stickel [1991] の研究

Stickel [1991] は、アナリスト予想利益の修正は即時的には株価に反映されず、予想修正後に予想修正と同一の方向へ株価のドリフトが生じることを示した。つまり、アナリスト予想利益の修正は株価に影響を及ぼすが、市場はその情報を瞬時には消化していないことを明らかにした。その研究は、アナリスト予想の修正とコンセンサス予想の修正に関する尺度を用いて異常リターンとの関係を分析している。その尺度は、基準化期待外予想利益 (SUF: scaled unexpected forecast) であり、以下の (1) 式から (5) 式で計算される。つまり、①アナリスト予想の修正であるかコンセンサス予想の修正であるかということ、②伝統的SUFであるかアップデートされたSUFであるかということ、にもとづいて4種類のSUFがある。

TISUF (TISUF: traditional individual SUF) とUISUF (UISUF: updated individual SUF) は、アナリスト予想利益の修正に関するSUFである。 $FRCST_{i,a,t}$  は、 $t$  日におけるアナリスト  $a$  による  $i$  社の予想EPSである。したがって、TISUFは、 $t$  日より  $v$  日前の予想EPSとの差を表す。一方、UISUFは、予想利益と予想利益の期待値との差を表す。 $E_{t-1}(FRCST_{i,a,t})$  が  $t-1$  日時点の予想利益の期待値であり、(3) 式は、アナリスト予想利益の期待値がその時点の予想利益をアップデートして予測されることを表している。コンセンサス予想の修正 ( $CONSX_{i,t-1} - CONSX_{i,t-v}$ ) は、アナリスト  $a$  による予想の後で公表された新情報の代理変数であり、コンセンサス予想とアナリスト予想との差 ( $CONSX_{i,t-v} - FRCST_{i,a,t-v}$ ) は、コンセンサス予想に近いアナリスト予想の公表にかかるプレッシャーの代理変数である。

コンセンサス予想に関する基準化期待外予想利益には、TCSUF (traditional consensus SUF) と

6 米国における経営者予想利益開示の動向および実証研究の成果については、太田・姜 [2011] を参照されたい。

UCSUF (updated consensus SUF) とがある。このうち、TCSUFは、各月の15営業日目と最終営業日に計算される。TCSUFは、コンセンサス予想間の差額を表し、UCSUFは、アップデートされたコンセンサス予想間の差額を表す。

このように、Stickel [1991] では、4種類の基準化期待外予想利益 (TISUF, UISUF, TCSUF, UCSUF) にもとづいて異常リターンとの関係に関する分析が行われている。

TISUFの算定式

$$TISUF_{i,a,t} = (FRCST_{i,a,t} - FRCST_{i,a,t-v}) / FRCST_{i,a,t} \quad (1)$$

UISUFの算定式

$$UISUF_{i,a,t} = (FRCST_{i,a,t} - E_{t-1}(FRCST_{i,a,t})) / FRCST_{i,a,t} \quad (2)$$

$$E_{t-1}(FRCST_{i,a,t}) = FRCST_{i,a,t-v} + \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1(CONSXi_{t-1} - CONSXi_{t-v}) + \hat{\beta}_2(CONSXi_{t-v} - FRCST_{i,a,t-v}) \quad (3)$$

TCSUFの算定式

$$TCSUF_{i,t} = (CONS_{i,t} - CONS_{i,t-p}) / CONS_{i,t} \quad (4)$$

UCSUFの算定式

$$UCSUF_{i,t} = (UCONS_{i,t} - UCONS_{i,t-p}) / UCONS_{i,t} \quad (5)$$

一方、異常リターンについては、(6)式の累積異常リターンの平均値 (MCAR: mean cumulative abnormal returns) が用いられている。なお、Pは半月の数である。

$$MCAR_{(a,b)} = \sum_{s=1}^P MCAR_{s,(a,b)} / P \quad (6)$$

Stickel [1991] では、SUFと異常リターンとの関係の分析を通じ、予想利益の修正が株価に影響を与えていることや、その情報はゆっくりと消化されていることが示されている。つまり、予想利益の修正後に異常リターンが予想修正と同じ方向にドリフトし続けるということが発見されたのである<sup>7</sup>。

#### b. Barth and Hutton [2004] の研究

次に、Barth and Hutton [2004] に着目する。それによれば、アナリスト予想利益の研究には、二つの流れがあるという (Barth and Hutton [2004], 62頁～63頁)。一つ目は、予想利益の特性に着目するもので、アナリスト予想に価値関連的な情報が十分に織り込まれていないとする研究や、それと異

7 その分析結果は、ベータ・リスクの変化や予想利益の修正と利益発表後ドリフト (PEAD: post-earnings- announcement drift) との関連性では説明できないという。

なりアナリスト予想は価値関連的な情報を提供しているとする研究である。このうち、後者については、アナリスト予想は時系列モデルよりも正確な予測が行われているとする研究やアナリスト予想は期待利益よりもバイアスが小さいとする研究がある。二つ目は、投資家がアナリスト予想の修正に注意を払っているかどうかを検証するものである。上述したStickel〔1991〕は、これに属する。また、投資家が予想利益に反映された情報を適時的に十分に利用していないとする研究もある。

Barth and Hutton〔2004〕は、アナリスト予想利益の修正に関するアノマリーと会計発生高アノマリーに着目し、会計発生高にもとづく投資戦略を洗練させるためにアナリスト予想利益の修正が利用できるかどうかを検証している。しかし、ここでは、アナリスト予想利益の修正に関する部分に焦点を当てて内容を確認するとどめる。

その研究では、アナリスト予想利益の修正を3種類（プラス修正、修正なし、マイナス修正）に分けて、それにもとづく投資戦略による1年間から3年間のヘッジ・リターンの検証が行われている。即ち、Stickel〔1991〕とは異なり、アナリスト予想利益の修正の符号による長期間の分析が行われている。予想利益の修正の符号にもとづくヘッジ・リターンは、表1のようになっている。つまり、修正後の1年間で5.5%（ロング・ポジションで1.2%、ショート・ポジションで-4.3%）のヘッジ・リターンが獲得できることが示されている。本稿では、これを踏まえて、1年間のヘッジ・リターンを検証した。

表1 Barth and Hutton〔2004〕における分析結果

	n	一年後のリターン	二年後のリターン	三年後のリターン
プラス修正	4,841	0.012	-0.009	-0.022
修正なし	7,310	0.012	0.011	0.013
マイナス修正	8,776	-0.043	-0.017	-0.016
ヘッジ・リターン		0.055	0.008	-0.006

出典：Barth and Hutton〔2004〕table2を一部省略

### c. 近年の研究動向

最後に、最近の研究動向としては、Hui and Yeung〔2013〕がアナリスト予想利益の修正後における株価反応について、その原因が主に産業別利益（industry wide earnings）に対する投資家の過小反応であることを示している。つまり、予想利益修正後ドリフト（post-forecast revision drift）の原因は、実際には企業利益の持続性よりも産業別利益の持続性の方が高いにもかかわらず、投資家がそのことを十分に理解していないかのように行動することにあるとしている<sup>8</sup>。また、経営者予想の正確性が高いほど経営者予想後ドリフト（post-management forecast drift）が小さいことを示した研究にNg et al.〔2014〕がある。

8 つまり、Sloan〔1996〕の仮説を予想利益の修正に関する研究に応用したものであると考えられる。

(2) 日本における研究

次に、日本における経営者予想利益の修正に関する研究をレビューする<sup>9</sup>。

後藤・桜井〔1993b〕は、1989年の証券取引法の改正を踏まえて、予測改訂情報の公表に対する株価反応を調査した研究である。そこでは、単独の年次決算の予測改訂情報を公表した994社を対象とした分析が行われている<sup>10</sup>。それらのサンプルについて、予測改訂情報が新聞で報道された日の前後15取引日における株価変化率が比較されている。その結果、①改訂情報の公表日に大きな株価反応が発生していること、②利益予測の改訂方向と株価変化の方向の間に対応関係が存在すること、③上方改訂については株価に織り込まれるまでに7取引日を要していること、を示す証拠が提供されている。

円谷〔2008〕は、経営者予想利益の駆け込み修正について分析した研究である。それによれば、決算日から約2週間が経過してから始まる駆け込み修正の予想値は精度が高く、当期実績値と同じ値を予想値として開示している企業もあるという<sup>11</sup>。また、そのような同値発表を行う理由は、決算の確定値が公表済みの予想値と大きく乖離しているためであることが示されている。つまり、業績予想修正の基準に従って予想を修正しているが、期末後であるため予想値が実績値と一致しているということである。そして、同値発表企業の予想修正及び決算発表における株価形成について分析が行われ、予想を上方修正した企業についてはプラスの累積残差リターンが生じるとともに下方修正した企業についてはマイナスの累積残差リターンが生じることや決算発表時には実績値よりも予想値に反応していることを示す証拠が提供されている。

経営者予想利益の有用性に関するこの他の研究としては、次のものがある<sup>12</sup>。後藤〔1993〕は経営者予想利益が実績利益よりも影響力を持っていることを示し、後藤・桜井〔1993a〕は、実績利益と経営者予想利益が増分情報内容を持つことを示した。太田〔2002〕は、株主資本簿価、実績利益、経営者予想利益の中で経営者予想利益の価値関連性が最も高いことを示し、経営者予想の投資指標としての有用性を分析した。村宮〔2008〕は、経営者予想利益にもとづく本源的価値による株式リターンの予測について分析し、経営者予想利益をインプットした残余利益モデルによる本源的価値と株価との比率によって将来リターンが予測できることや、その予測能力が市場のミスプライシングに起因していることを証拠づけた。

このように、日本の経営者予想利益の情報内容や価値関連性、予想修正後の株価反応に関する証拠が示されてきた。上記の先行研究の結果をふまえて、次節以降では、長期的な投資戦略の視点から、経営者予想利益の修正の符号にもとづく1年間のヘッジ・リターンに関する分析を行う。

9 一方、日本におけるアナリスト予想利益の修正と株価との関係について扱った研究には、阿部〔1999〕、竹原〔2006〕等がある。

10 売上高、経常利益、当期純利益のすべてを改訂した企業がサンプルである。

11 2006年度におけるサンプル企業の8.5%がこれに当たるといふ。このような同値発表企業の存在は、実証研究における利益発表日の識別に影響を及ぼすといふ。(円谷〔2008〕、75頁)

12 会計発生高と業績予想との関係について検証が行われることもある。例えば、竹原〔2006〕は、Kasznik〔1999〕のCFO修正ジョーンズモデルにより算定した裁量的会計発生高について、裁量的会計発生高と業績予想（東洋経済予想）の改訂に相関があることを証拠づけた。

### Ⅲ. サンプルとリサーチ・デザイン

本分析で用いたサンプル及びリサーチ・デザインは、以下の通りである。

#### (1) サンプル

本分析のサンプル企業は、東京証券取引所第一部に上場する3月決算企業である。ただし、銀行、証券、保険業に属する企業、日本の会計基準を採用していない企業年度を除いている。また、ここでは連結純利益予想を経営者予想利益とし、それを発表していない企業年度及び業績予想を年1回しか発表していない企業年度も除いている。分析対象の予想利益は、2002年3月期の業績に係る予想利益から2013年3月期の業績に係る予想利益までである。また、四半期会計基準の適用の影響を分析するために、2008年までと2009年以降とにサンプルを分割した分析も行った<sup>13</sup>。なお、サンプル企業の業種別企業数は表2の通りである。

これらの企業年度について、分析に必要なデータが入手できないものを除外した結果、サンプル数は11,652企業年度となった。このうち、2008年までは6,444企業年度であり、2009年以降は5,208企業年度である<sup>14</sup>。

表3は、年度別の期初予想と最終予想及び予想修正の平均値と中央値を示したものである。平均値で見ると、最終予想と期初予想との差額がマイナスになることの方が多いたことが確認できる。一方、中央値で見ると、12の年度のうちの9つの年度で予想修正額はゼロとなっている。なお、これらの予想額については、2007年3月期の業績に係る最終予想から2008年3月期の業績に係る期初予想にかけ

表2 業種別の分析対象企業数

業種	企業数	%	業種	企業数	%
食品	48	3.96	水産・鉱業	10	0.83
繊維	25	2.06	建設	87	7.18
医薬品	34	2.81	小売業	49	4.04
紙・パルプ	10	0.83	商社	113	9.32
石油・ゴム	17	1.40	不動産	26	2.15
鉄鋼	30	2.48	鉄道・バス	21	1.73
非鉄金属製品	52	4.29	陸運	16	1.32
窯業	27	2.23	海運・空運	12	0.99
化学	98	8.09	倉庫	18	1.49
機械	105	8.66	通信	15	1.24
電気機器	119	9.82	電力・ガス	16	1.32
自動車	47	3.88	サービス	140	11.55
造船・輸送用機器	12	0.99			
精密機器	24	1.98			
その他製造	41	3.38			
			合計	1,212	100.00

13 「四半期財務諸表に関する会計基準」は、平成20年4月1日以後開始する連結会計年度及び事業年度から適用されている。

14 分析に必要なデータは、日経NEEDS Financial Questから入手した。なお、累積異常リターン（CAR）については、上下1%を除外している。

表3 業績予想の平均値と中央値

(単位：百万円)

年月	期初予想		最終予想		予想修正	
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
2002.3	6,728	1,775	3,279	900	-3,340	-600
2003.3	6,679	1,500	3,482	855	-2,301	-206
2004.3	6,538	1,645	6,037	1,650	-465	0
2005.3	8,041	2,100	6,689	2,100	-1,294	0
2006.3	9,475	2,307	9,862	2,390	294	0
2007.3	10,899	2,800	<i>11,264</i>	<i>2,700</i>	392	0
2008.3	<i>12,200</i>	<i>3,000</i>	11,025	2,450	-1,147	0
2009.3	10,859	2,700	<i>1,014</i>	<i>640</i>	-9,692	-1,800
2010.3	<i>3,864</i>	<i>1,100</i>	4,030	1,300	20	0
2011.3	7,545	2,000	8,073	2,060	615	0
2012.3	7,148	2,200	4,719	1,850	-2,720	0
2013.3	7,482	2,500	5,423	2,092	-2,071	0

注) 各列における期初予想と最終予想の最大値及び最小値を斜体で示している。

て、この期間における最大値を記録した後、2009年3月期の業績に係る最終予想から2010年3月期の業績に係る期初予想にかけてボトムが形成されており、リーマン・ショック後における企業経営者の業績見通しの変化の大きさを窺い知ることができよう。

## (2) リサーチ・デザイン

本稿では、経営者予想利益の修正の符号とヘッジ・リターンとの関係を分析する。経営者予想利益の修正は、最終予想と期初予想との差とし、前者が後者を上回る場合をプラス修正、下回る場合をマイナス修正とする。この予想利益の修正と月次の異常リターンを累積した1年間の累積異常リターン(CAR)との関係を検証する。即ち、プラス修正をロング・ポジション、マイナス修正をショート・ポジションとする投資戦略におけるヘッジ・リターンを計算する。なお、異常リターンの計算は、與三野・島田〔2008〕にもとづいて行う<sup>15</sup>。なお、本稿では、経営者予想利益の修正のみを分析対象としているため、実績利益については扱わない。

月次異常リターンの累積期間は、期初予想発表後の7月から翌年の6月末までの期間と翌年における同じ期間の2種類とする。7月からとしているのは、期初予想発表後の期間について、この時期までに必要な情報収集や分析が完了することを前提としているためである。期初予想発表後の7月から翌年の6月末までの期間におけるリターンは、その年度の会計期間を多く含んでいることから、当期のリターンと呼ぶ。これに対して、翌年の期初予想発表後の7月から翌々年の6月末までの期間におけるリターンは、その年度の会計期間は含まれていないことから、翌期のリターンと呼ぶ。

これらの関係を整理したものが図1である。当期のリターンの始点である7月は、当期の利益に関する期初予想の公表後である。したがって、当期のリターンは、投資家が期初予想は知っているが最終予想は知らない期間を多く含んでいることになる。翌期のリターンは、投資家が前期(図1における当期)における期初予想と最終予想の差を知っており、かつ当期(図1における翌期)の期初予想

15 浅野〔2009〕でも、この方法が利用されている。

は知っているが最終予想は知らない期間を多く含んでいる。

したがって、当期のリターンと翌期のリターンとの違いは、期初予想の発表からおよそ1か月半から2か月程度経過した時点で期初の経営者予想利益を利用した投資意思決定を行おうとする際に、当期のリターンについては最終予想が期初予想に比べて上下どちらに振れるかを正しく予測して取引を行ったならば生じるものであるのに対して、翌期のリターンは、そのような予測は行わず、前年度の予想修正の符号をそのまま用いて翌年の同じ期間に取引を行った結果生じるものであることになる。経営者予想利益が最初に発表されるのは年次決算発表であるから、期初予想情報を受けてどのような投資意思決定を行うのかということが前提となる。

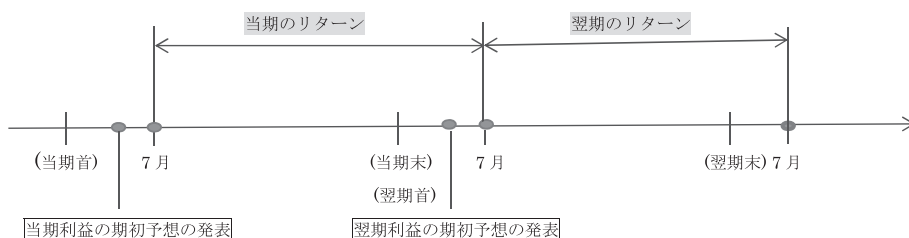


図1 当期のリターンと翌期のリターン

#### IV. 分析結果とその解釈

表4は、分析対象期間におけるヘッジ・リターンを表す<sup>16</sup>。なお、年度は予想の対象となる年であり、例えば、2013年という表記は、2013年3月期の業績に関する予想利益を表す。パネルAを見ると、翌期のヘッジ・リターンがマイナスになっているのに対して、当期のヘッジ・リターンがプラスになっていることが確認できる。当期のヘッジ・リターンは13.9%となっているが、特にプラス修正をロングとした場合の累積異常リターンが7.6%と高い値になっており、絶対値ベースでマイナス修正に係るショートのリターン(-6.3%)よりも1.3%大きい。このことは、経営者予想利益がマイナス修正される銘柄をショートとするよりも、プラス修正される銘柄をロングとする戦略の方がより多くのリターンを獲得できる可能性があることを示唆している。ただし、これは期初予想の公表後に予想修正の符号を完全に予測できた場合である。

パネルBは、四半期会計基準の適用前の2002年から2008年までの分析結果である。ここからも、パネルAと同じ傾向を読み取ることができる。つまり、翌期のヘッジ・リターンはマイナス、当期のヘッジ・リターンがプラスとなっており、プラス修正の銘柄に係る当期のリターンの絶対値の方がマイナス修正の銘柄に係る当期のリターンの絶対値よりも大きい。

パネルCについても、パネルA及びパネルBと同じ傾向を読み取ることができる。また、パネルBとパネルCを比較してみると、①パネルCにおける当期のヘッジ・リターンが15.1%となっておりパネルBの13.0%よりも高いこと、②パネルCの方がロング・ポジションのリターンもショート・ポジシ

16 プールした場合の結果も示しているが、年度別の分析結果の平均にもとづいて解釈を行う。



ンのリターンも絶対値が高いこと、が分かる。このことは、近年、経営者予想利益の修正と当期の異常リターンとの関係が強まっており、経営者予想利益情報の有用性が高まっていることを示唆している。そして、パネルCにおける分析期間が四半期会計基準の適用後であることを考慮すれば、その変化と会計制度の改正との間に何らかの関係があると考えられることもできるだろう。

図2は、年度別のヘッジ・リターンの推移である。これを見ると、当期のヘッジ・リターンは12の年度すべてでプラスとなっていることが確認できる。これに対して、翌期のヘッジ・リターンは、マイナスのヘッジ・リターンもしくはわずかなプラスのヘッジ・リターンとなっている。とりわけ、2007年から2009年にかけて大きなマイナスが続いており、最も低いところでは、2009年に-13.8%となっている。これらの結果は、表4の結果と整合的であり、年度別の分析結果を見ても、経営者予想利益の修正の符号と関連しているのは、翌期のヘッジ・リターンではなく、当期のヘッジ・リターンであることが確認できよう。

以上より、少なくとも、本稿における分析の結果から、経営者予想利益情報を用いた投資戦略を構築する際には、前年度の予想修正の符号を単純に利用するよりも、その期における期初予想を足掛かりとして最終予想における予想修正の符号を予測する方が、より多くのリターンが獲得できる可能性があるという点で効果的であると言えることができる。しかし、分析結果における異常リターンが獲得

表4：ヘッジ・リターン

パネルA：2002年～2013年

sing	n	当期のリターン		翌期のリターン	
		プール	平均	プール	平均
プラス修正	4,081	0.071	0.076	-0.016	-0.026
修正なし	1,992	-0.023	-0.019	-0.029	-0.032
マイナス修正	5,579	-0.057	-0.063	0.002	0.002
ヘッジ・リターン	11,652	0.127	0.139	-0.019	-0.028

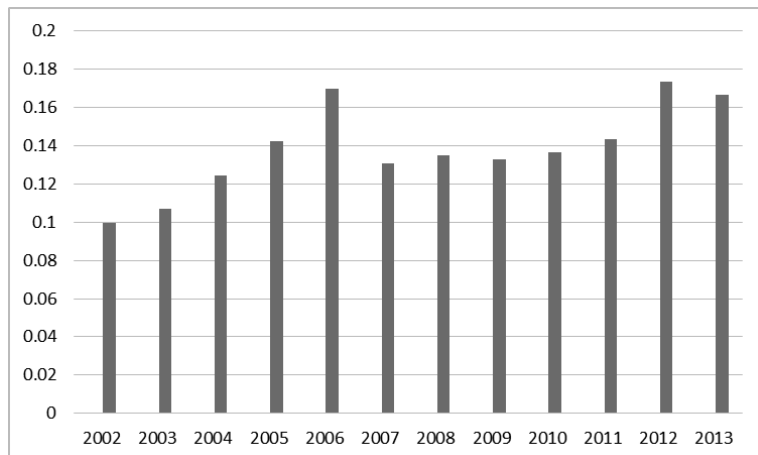
パネルB：2002年～2008年

sign	n	当期のリターン		翌期のリターン	
		プール	平均	プール	平均
プラス修正	2,403	0.070	0.074	-0.010	-0.014
修正なし	1,071	-0.023	-0.021	-0.027	-0.028
マイナス修正	2,970	-0.049	-0.056	0.014	0.013
ヘッジ・リターン	6,444	0.119	0.130	-0.024	-0.028

パネルC：2009年～2013年

sign	n	当期のリターン		翌期のリターン	
		プール	平均	プール	平均
プラス修正	1,678	0.072	0.078	-0.026	-0.043
修正なし	921	-0.023	-0.017	-0.032	-0.038
マイナス修正	2,609	-0.065	-0.073	-0.011	-0.015
ヘッジ・リターン	5,208	0.137	0.151	-0.015	-0.028

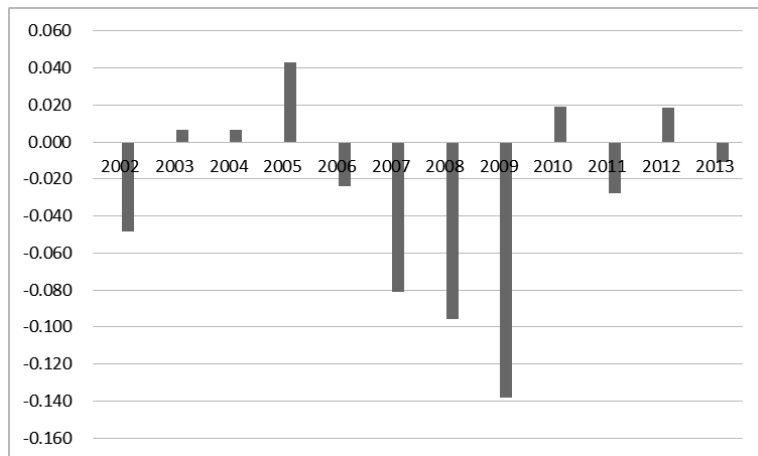
パネルA：当期のヘッジ・リターンの年度別推移



(内訳)

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ロング	0.094	0.079	0.053	0.063	0.081	0.063
ショート	-0.006	-0.028	-0.072	-0.079	-0.089	-0.068
年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ロング	0.086	0.107	0.070	0.058	0.081	0.074
ショート	-0.050	-0.026	-0.067	-0.085	-0.093	-0.092

パネルB：翌期のヘッジ・リターンの年度別推移



(内訳)

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ロング	-0.033	-0.001	0.008	0.024	-0.007	-0.027
ショート	0.015	-0.008	0.002	-0.019	0.016	0.054
年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ロング	-0.063	-0.121	0.005	-0.025	-0.020	-0.053
ショート	0.033	0.018	-0.014	0.003	-0.039	-0.043

図2 年度別ヘッジ・リターン

できるのは期初予想の公表後に予想修正の符号を完全に予測できた場合であって、実際にそれが獲得できるかどうかは投資者の予測能力に依存する。したがって、この分析結果は、経営者予想利益の修正に関する情報が最終予想の公表後における投資戦略において有効であるということではなく、経営者予想利益の価値関連性を証拠づけていると言えよう。

## V. 結びと今後の課題

本稿における分析結果は、①最終予想と期初予想との差額としての予想修正の符号を正しく予測できるならば経営者予想利益の修正にもとづく投資戦略によって1年間で平均13.9%のヘッジ・リターンが獲得可能であること、②その1年後に同じ予想修正の符号を用いてもヘッジ・リターンは獲得できないこと、③経営者予想利益情報には価値関連性がありそれが近年高まっていること、を示している。また、当期のヘッジ・リターンは期初予想発表後の7月からの1年間のリターンを表しており、最終予想の発表以前に行われる四半期決算発表の影響を受けることから、2009年から2013年におけるヘッジ・リターンの増加は四半期会計基準の強制適用と関係していると解釈できるかもしれない。いずれにせよ、本稿の分析結果は、経営者予想利益が当期のリターンを獲得するための投資戦略に利用できる可能性があること及び価値関連性を有する情報であることを表している。

最後に、今後の課題について述べる。第一に、本稿では、Barth and Hutton [2004] を前提に1年間のリターンを分析対象としているが、より短期の分析も必要である。とりわけ、四半期決算発表後における株価反応の検証が必要であると思われる。第二に、業績予想開示の柔軟化の実施状況が及ぼす影響についても検証を行う必要があるかもしれない。第三に、Barth and Hutton [2004] で行われているように、予想利益と他の会計情報を組み合わせた投資戦略についても検証が必要であると考えられるのである。

## 参 考 文 献

- 浅野敬志 [2009], 「経営者の業績予想と市場の評価」(黒川行治編著『日本の会計社会－市場の質と利益の質－』中央経済社, 第7章), 211頁～243頁。
- 浅野敬志 [2009], 「業績予想研究の近年の動向」『企業会計』, 第65巻第6号, 6月, 76頁～80頁。
- 阿部圭司 [1999], 「アナリストによる利益予測と株価」『高崎経済大学論集』第42巻第1号, 33頁～49頁。
- 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, 3月, 85頁～109頁。
- 太田浩司 [2002], 「利益予想情報の有用性と特性」『企業会計』第60巻第7号, 7月, 55頁～63頁。
- 太田浩司 [2005], 「予想利益の制度と価値関連性－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号, 9月, 141頁～159頁。
- 乙政正太, 榎本正博 [2007], 「日本企業における経営者の業績予想の動向」『産業経理』, 第67巻第1号, 4月, 47頁～57頁。
- 株式会社東京証券取引所「業績予想開示に関する実務上の取扱いについて」, 2012年3月。
- 企業会計基準委員会「四半期財務諸表に関する会計基準」, 2007年3月(最終改正2014年5月)。
- 公益財団法人日本証券経済研究所「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」, 2011年7月。
- 後藤雅敏 [1993], 「経営者が公表する予測情報の有用性に関する実証研究」『会計』第144巻第2号, 8月, 81頁～91頁。
- 後藤雅敏, 桜井久勝 [1993a], 「利益予測情報と株価形成」『会計』第143巻第6号, 6月, 77頁～87頁。

- 後藤雅敏, 桜井久勝 [1993b], 「利益予測の改訂情報とインサイダー取引規制」『企業会計』第45巻第9号, 9月, 127頁～132頁。
- 近藤江美, 太田浩司 [2009], 「アナリストによる株式推奨と利益予想の情報内容」『証券アナリストジャーナル』第47巻第11号, 11月, 110頁～122頁。
- 竹原均 [2006], 「異常会計発生高アノマリーと業績予想改訂」『証券アナリストジャーナル』, 第44巻第5号, 5月, 57頁～68頁。
- 円谷昭一 [2008], 「経営者業績予想の駆け込み修正の研究－その実態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, 5月, 70頁～81頁。
- 村宮克彦 [2008], 「経営者が公表する予想利益に基づく企業価値評価」『現代ファイナンス』第23号, 3月, 131頁～151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」『会計』第152巻第2号, 8月, 99頁～112頁。
- 與三野禎倫, 島田佳憲 [2008], 「会計基準のコンバージェンスと日本のM&A市場－のれんの認識・測定上の差異が資本市場へ与える影響分析－」『神戸大学大学院経営学研究科 Discussion Paper Series』, 1頁～23頁。
- Barth, M. E. and A. P. Hutton [2004], "Analyst Earnings Forecast Revisions and the Pricing of Accruals," *Review of Accounting Studies*, pp.59-96.
- Francis, J. and K. Schipper [1999], "Have Financial Statements Lost Their Relevance?," *Journal of Accounting Research*, pp.319-352.
- Hui, K. W. and P. E. Yeung [2013], "Underreaction to Industry-Wide Earnings and the Post-Forecast Revision Drift," *Journal of Accounting Research*, pp.701-737.
- Kasznik, R. [1999], "On the Association Voluntary Disclosure and Earnings Management," *Journal of Accounting Research*, pp.57-81.
- Kraft, A., A. J. Leone and C. Wasley [2006], "An analysis of the Theories and Explanations Offered for the Mispricing of Accruals and Accrual Components," *Journal of Accounting Research*, pp.297-339.
- Ng, J., I. Tuna and R. Verdi [2014], "Management Forecast Credibility and Underreaction to News," *Review of Accounting Studies*, pp.956-986.
- Ota, K. [2006], "Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts: Empirical Evidence from Japan," in *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*, edited by G. N. Gregorious and M. Gaber, pp.267-294, Elsevier Press.
- Richardson, S., I. Tuna and P. Wysocki [2010], "Accounting Anomalies and Fundamental Analysis: A Review of Recent Research Advances," *Journal of Accounting and Economics*, pp.410-454.
- Stickel, S. E. [1990], "Predicting Individual Analyst Earnings Forecasts," *Journal of Accounting Research*, pp.409-417.
- Stickel, S. E. [1991], "Common Stock Returns Surrounding Earnings Forecast Revisions: More Puzzling Evidence," *The Accounting Review*, pp.402-416.

## **Relations Between Management Earnings Forecast Revisions and Returns**

Toyotaka Nakagawa (Okayama University)

Yuuki Yamanishi (Prefectural University of Kumamoto)

### Abstract

The purpose of this paper is to investigate relations between management earnings forecast revisions and hedge returns. Prior research has documented a large drift following an announcement of analyst earnings forecast revision, indicating that the information included in the forecast revisions is useful for investors. On the other hand, we focus on management earnings forecast revisions based on Japanese disclosure practice and rule. We find that management forecast revision strategies generate positive hedge returns to a hedge portfolio long in firms with positive management forecast revisions and short in firms with negative management forecast revisions for one year including months before releases of management forecast revisions. The results of our tests show more or less increasing value-relevance of management forecast information in recent years.

