

Title	【プロジェクト型】企業の業績予想行動に関する考察
Sub Title	
Author	渡辺, 啓悟(Watanabe, Keigo) 磯辺, 剛彦(Isobe, Takehiko)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2012
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2012年度経営学 第2809号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002012-2809">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002012-2809</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2012 年度）

論文題名

【プロジェクト型】 企業の業績予想行動に関する考察

主 査	磯辺 剛彦
副 査	浅川 和宏
副 査	清水 勝彦

2013年2月28日 提出

学籍番号	81130194	氏 名	生形 栄
	81130599		高橋 愛美
	81130651		立川 俊之
	81131120		渡辺 啓悟

## 論文要旨

所属ゼミ	磯辺剛彦研究会	学籍番号	81130194 81130599 81130651 81131120	氏名	生形 栄 高橋 愛美 立川 俊之 渡辺 啓悟
(論文題名)					
【プロジェクト型】 企業の業績予想行動に関する考察					
(内容の要旨)					
<p>&lt;目的&gt;</p> <p>本研究は、決算短信で公表される業績予想を中心に分析を展開している。業績予想そのものは上場企業が証券取引所の要請に応える形で開示しているものであるが、無論、企業はそのためだけに作成しているわけではない。自社の翌期の目標を数字で表現して従業員を含むステークホルダーに宣言することも重要な目的である。とりわけ、従業員に対しては年次の経営計画または予算という形で伝えられる。</p> <p>従って、開示された業績予想の数値を使用して分析を進めるものの、そこから発見された事象は上場企業のみならず、経営計画を作成する企業であれば自社の状況に置き換えることができると考えている。そういった意味で、本研究は世の中の企業の業績予想行動、もしくは年次計画作成活動に一石を投じる可能性を秘めている。</p> <p>&lt;問題意識&gt;</p> <p>(1) いま業績予想に注目するのは</p> <p>2011年3月11日に発生した東日本大震災の影響を受け、翌4月から始まった2012年度3月期について、多くの企業が「翌期の業績予想」の発表を見送った。合理的な見積もりができないことを理由に挙げる企業が多かったが、一部公表に踏み切った企業があるなかで、不確実性を前に思考停止を決め込んだのか、はたまた投資家への配慮なのか。とにもかくにも経営者の判断について思いめぐらす契機となった。こうして業績予想について興味を覚えたことが本研究を行う上での1点目の問題意識である。</p>					

## (2) 企業は未来を見通せているか

企業を取り巻く環境はこの数十年で大きく変化している。近年では、米国のサブプライムローンの破綻に端を発する世界的不況が記憶に新しい。東日本大震災は、特に企業のサプライチェーンやリスクマネジメントのあり方について一石を投じている。外部環境の変化は企業が未来を見通そうとする際に大きな不確実性として存在する。

日経ヴェリタスが2008年の創刊直前号で掲載した記事によると、上場企業が公表した中期経営計画のうち結果を検証できる90社の中で、約4割にあたる37社（一部達成を含む）が達成できなかったとしている。

初めから達成できない計画を公表するような企業は想定しづらいため、このデータはおよそ3~5年先の未来が視界不良になっていることを示唆しているのではないかと推察される。そうだとすれば、中長期的な戦略は描きにくい時代である。企業は次第に近視眼的な経営に注力せざるを得ない状況になる。

そこで、経営計画の中でも短期経営計画と位置づけられる年次計画（1年単位の経営計画）、すなわち、翌期の業績予想は見通せているのか、という点に興味を覚えたことが問題意識の2点目である。

### <実証方法>

#### (1) 本研究の範囲

業績予想は、決算短信の中で公表される企業の最も短期的な目標を簡潔に表すものである。例えば、売上高や利益について当期実績と翌期予想で比べると、その差分によってその企業が翌期の経営環境をどのように捉えているのかが伺い知れる。また、それらを数年間にわたって俯瞰すると、その企業が業績予想についてどのような対応をしているのかも見えてこよう。

本研究では、売上高、経常利益、当期純利益の実績値と予想値という、6種類の数値を用いた比較、分析に特化して実証分析を行う。具体的には、これら6種類の実数の他、後に説明する売上高利益率（ROS）やストレッチ、達成度などを様々な分析にかけて、その結果から企業の業績予想行動について読み解いていくことに集中している。それゆえ、定性的な分析は範囲外とし、先行理論や先行研究からの類推にとどめた。後に公表される有価証券報告書を読めば業績予想を立てた背景について想像を巡らすこともできるかもしれないが、敢えて範囲を絞ることで、研究対象を明確にさせた。

また、使用するサンプルは全て企業の本決算時に公表された決算短信から抽出したものである。それは、業績予想行動の真の姿をできる限り捉えるためには、経営者が決算前から様々な情報をもとに検討を重ね、意思決定した数値である期初予想が適していると考えたためである。そのため、中間決算や四半期決算の決算短信、そして、期中の公表修正に関しては考慮していない。

また、決算短信に書かれている数字からは伺い知れない企業行動として、利益調整が考えられる。本研究では、

この利益調整も考慮しない。

もちろん、企業はその行為を公にすることはしないので、明確な表現はできないが、公表した予想値に向かって売上高や利益を「着地させる行為」である。利益調整の手段としては、研究開発費の削減や在庫調整（積み増し）、会計基準の変更などが想定されよう。可能性として利益調整が考えられる点で、企業の業績結果には「意図した結果」と「意図せざる結果」が混在するという指摘は当てはまる。

ただし、日本においては J-SOX 法により内部統制・外部統制（監査法人）の観点から制度的に透明性の高い会計制度の運用が担保されており、利益調整の影響は軽微なものと考えられる。また、単年度での利益調整には限度があることも言われている（岩田 1995、中村 1997）。さらに利益マネジメント（公表修正）と期待マネジメント（利益調整）に関する研究においても、後者は前者の補完的な関係にあることが実証されており、経営者にとってみれば利益調整するよりも公表修正する方に強いインセンティブが働くことが指摘されている（浅野 2007）。本研究では、決算発表時に公表される翌期の業績予想値に基づき、企業の予想行動を検証することから、利益調整という業績修正ごとの裁量的な企業行動は考慮せず、純粋に「1年後の業績を見通すことができるのか」ということに焦点を絞って検証する。

## （2）検証方法

本研究では、検証方法として 2-2-1 で記載する、本決算時の決算短信データを使用している。

具体的には、理論研究や先行研究をもとに企業の予想行動と業績の関係について仮説を構築し、決算短信の実績値と予想値（それぞれ売上高、経常利益、当期純利益）、そしてそこから算出されるストレッチや達成度（詳細は後述）を説明変数および被説明変数に設定する。この設定した説明変数と被説明変数について統計的な手法を用いて実証研究を行い、仮説の検証を行っている。なお、分析によっては随時、決算短信以外から引用する数値を説明変数に設定しているが、それについては各章で改めて説明することにする。

## <結果及び研究成果>

本研究では、決算短信における企業の業績予想に着目し、組織の行動パターンやケイパビリティなどの観点から企業及び経営者の予想行動について、全 8 章に渡って検証を行っている。以下に、各章から得られた事項を整理していく。

## 第一部

27年の長期的推移でみると、企業の売上高は拡大しているが利益率は低下しており、利益なき成長をしていることが分かった。特に、製造業において顕著である。また、業種別や売上志向・利益志向などの切り口で予想と実績についてデータを分析し、減収減益予想をした企業は、減収減益に留まる傾向があることが読み取れた。

第一部においては、企業の予想行動の現象面での様々な気付きを得ることができた。これらを踏まえ、第二部では、予想行動の背景に迫る仮説を実証的に検証した。

## 第二部

第4章では、「近年の企業の業績予想の動向」に注目している。企業の業績予想は、保守的でありリスク回避を強めている傾向性が確認できた。また、GDP成長率とストレッチとの間に強い負の相関が認められたことから、マクロ経済が業績予想に与える偏向は大きいことが認められた。近年の業績予想の保守化については、先行研究が限られていることもあり説明が難しい。ただ、不況が長引くわが国にとって楽観的な見通しを立てることは困難なのかもしれない。

第5章では、「決算時の財務状態によって予想行動は変わる」ことを説明している。ここでは、赤字決算と黒字決算に注目し、それぞれのストレッチを比較することで予想行動の傾向性を検証している。赤字決算時の予想行動は、黒字決算時より強気な業績予想を掲げていることが分かった。その理由として、一つは黒字決算時とは異なる動機が働いていると考えられる。また、業績不振に陥った企業は、再建に向けて平時とは異なる対策が必要であることから、早期業績回復に向けた動機が、より積極的で強気な業績予想として表れているのかもしれない。

第6章では、翌期の業績に与える偏向（バイアス）に関する検証を行い、企業の予想行動は過去に縛られるとするBTOFの主張を支持する結果を得ている。検証結果から、企業は、予想した業績（目標値）を達成した場合と未達の場合とでは、翌期の予想行動に違いが出るが発見された。予想を達成した場合は今期予想を上回る翌期予想をたて、予想に未達だった場合は、今期予想を下回る翌期予想をたてる傾向性が発見された。このことから、企業的意思決定には、翌期に対して過去の経験が影響していることが言える。

第7章では、企業規模・操業年数・ストレッチが誤差に与える影響について検証した。企業規模が大きくなるほど誤差が小さくなる。同様に、操業年数が長くなるほど誤差が小さくなる。このことから、組織学習による予測精度の向上が示唆された。また、当期純利益率については、ストレッチが大きくなるほど誤差が大きくなる結果を得ている。適度な予想設定を行うことの重要性が確認された。

第8章では、翌期の予想設定に過去の達成・未達成状況が影響している検証結果を得た。予想を達成した場合、翌期の予想はリスク回避的になった。一方で、予想未達成の場合、翌期の予想はリスク追及的になった。過去の成功は、自社の戦略の正しさを確信させ現実的・保守的な予想行動に繋がり、過去の失敗は、実績を上回る挑戦的な予想行動を促したといえる。組織学習理論およびプロスペクト理論を支持する結果が得られた。

第9章では、リスク・リターン関係と予測能力の影響について検証している。経常利益率では、ハイリスク・ローリターンとなり、当期純利益率では、適度にストレッチした際に最も業績が高くなり、過度に大きい／小さいストレッチは業績が低くなる逆U字の関係が確認された。また、予測能力が高い企業は、低い企業に比べ、高い業績を上げることも指摘され、企業における予測能力の涵養が競争優位に繋がるという示唆を得られた。

#### <限界及び保留事項>

##### (1) データの限界

本研究のデータは、本決算のみを使用している。それは、まだ実現していない1年後の業績を予想することが、組織行動における偏向やリスク選好、組織能力について多くの示唆を与えてくれると仮定したからである。実際、結び-1にまとめたように、組織行動における様々な知見を得ることができた。

しかしながら、企業が報告する指標には、より中長期的な計画や、より短期的な中間決算などの予想もある。期間を変えることで、企業のとる行動は、また違った様相を見せることになる。その点では、本研究の示唆は限定的であるといわざるを得ない。

また、1年後の予想の実現性をとりあげたのは、Cyert と March が示したように、組織は、マネジャーや従業員そして株主らを含む人々の共同体であり、ゆえに共同体の要求をすべて満足することが求められる(Cyert and March, 1963) ので、予想の位置づけは重要かつ必達に向け組織は行動するものと期待できるからである。しかしながら、不確実性や先行き不透明感から予想を軽視し、修正前提に予想が組まれることも考えられる。期末に向け、予想の精度を上げていくという企業の調整行為が行われることは想像に難くない。本研究に予想修正の実態も加味することで、本研究はより精緻なものになるであろう。

本研究は、決算短信の公表値を扱っている。しかるべき監査を受けた数値をもとに検証しているが、やはり会計上、意図の有無は確認できないものの利益調整が含まれることが想定される。予想をわずかにでも上回ろうとする、あるいは、赤字回避の益出しをするなど、その可能性を排除できない。しかし、本研究が範囲とするのは、あくまで1年後の予想であり、その実現性である。実現された数字そのものを疑うのではなく、その結果を評価するのが本研究の立ち位置である。ゆえに利益調整についての検証やその影響を制御することはしなかった。とはいうものの、利益調整は組織行動を考えるうえで、重要な示唆を与えてくれることから、これを本研究の課題であり、限界とし、今後のさらなる研究を期待したい。

## (2) 検証方法の限界

本論文の検証は、業績予想のパネルデータを用いた実証分析で行われた。予測能力の高低や予想を的中する企業、はずす企業について多くの実証的な結果を導出できた。しかし、そこからより具体的な含意を引き出し、結果を頑強なものにするためには、定性的な検証を加えることも検討できた。例えば、予測能力の高い企業特有の組織風土やリーダーシップなどを加味すれば、研究のすそ野は広がる。しかし、定性的な検証を採用することで本研究の定量的な推論をぼやかしてしまう恐れと、異なる手法の混載による混乱も想定されたので、本研究は実証研究に特化することにした。今後、本研究を下敷きに、定性的な研究が進むことを望む。

### <執筆分担>

序章	(共同執筆)
第一部 企業の予想行動の実態	
第1章 「業績予想」について	(執筆担当：渡辺啓悟)
第2章 本研究の骨格	(執筆担当：渡辺啓悟)
第3章 総サンプル概覧	(執筆担当：渡辺啓悟)
第二部 予想行動の実証分析	
第4章 予想行動の変遷	(執筆担当：高橋愛美)
第5章 赤字企業の予想行動	(執筆担当：高橋愛美)
第6章 過去の教訓は活かされるか？	(執筆担当：生形 栄)
第7章 誤差を小さくするモノとは？	(執筆担当：生形 栄)
第8章 敗者は冒険を好むのか？	(執筆担当：立川俊之)
第9章 未来を見通す力はアル？	(執筆担当：立川俊之)
結び	(共同執筆)