

# 経営者業績予想に関する実証的研究の動向

内野里美\*

## 目次

1. はじめに
2. 経営者予想の開示制度
  - 2.1 決算短信における経営者予想の開示制度
  - 2.2 臨時の予想修正の開示
  - 2.3 開示制度をめぐる検討の経緯
  - 2.4 経営者予想の開示状況
    - (1) 全体の開示状況
    - (2) 株式会社ゼンショーホールディングスの事例
3. 経営者予想に関する調査・研究
  - 3.1 予想誤差と MFI
    - (1) 予想誤差
    - (2) MFI
  - 3.2 経営者予想の作成過程と開示戦略
    - (1) 経営者予想の作成過程
    - (2) 経営者予想の開示戦略
  - 3.3 予想誤差の決定要因
    - (1) 予想誤差の存在とその決定要因
    - (2) 予想誤差の持続性の存在とその決定要因
  - 3.4 経営者予想と報告利益管理
    - (1) アンケート調査
    - (2) 予想誤差の分布や裁量的発生項目額を用いた検証
  - 3.5 非開示選択の決定要因
4. 総括と展望

## 1. はじめに

日本の証券取引所に上場する企業は、年に4回公表する決算短信において、経営者業績予想を公表し、その予想の修正を臨時的に公表する。日本における経営者予想の開示は、証券取引所の要請に基づいて、開示規則の枠組みのなかで実施される日本独自の体制であり、経営者予想が自発的に公表される米国と対照的である。土本・飯沼（2007）によると、1980年頃にはすでに大半の上場会社が決算短信で経営者予想の開示を行っていたという。

経営者予想は、投資家が強い関心を寄せる会計情報のひとつであることは間違いないだろう。ただし、経営者予想の作成過程、精度、位置付けなど予想の特性を決定する要因は、企業や年によって大きく異なると予想されるため、投資家はその特徴を認識したうえで意思決定に利用してきたと考えられる。また、会計学研究者も経営者予想に対して高い関心を寄せてきた。経営者予想のデータを用いて実施された研究は数多く、テーマも多岐にわたる。近年は、財務会計に基づく視点だけでなく、管理会計に基づく視点による成果も報告されている。

そこで、本稿はまず、企業に対し経営者予想の開示を要請する制度について概観する。2008年4月以降に開始する事業年度から四半期財務諸表を作成し公表

\* 専修大学商学部専任講師

する四半期報告書の制度が導入され、決算短信も四半期ごとに公表されている。それに伴い、予想を開示する機会も増加することになった。さらに、近年、開示制度をめぐる検討が繰り返され、大きな変化が見られた。そのような経営者予想を取り巻く状況についてまとめ、全体の開示状況を概観した後、ひとつの事例として株式会社ゼンショーホールディングスの開示状況を観察する。

次に、経営者予想に関する先行研究を、実証的研究を中心に概観する。太田（2006）や太田（2008）などの包括的なサーベイがすでに存在するので、ここではその後に発表されたものも含めながら、経営者予想の作成過程と開示戦略、予想誤差の決定要因、報告利益管理との関係、非開示選択の決定要因という4つのテーマに絞って先行研究を概観する。

本稿の構成は以下の通りである。第2章では、経営者予想の開示制度の概要を述べる。第3章では、経営者予想に関する先行研究を概観する。第4章で、総括と展望をまとめて本稿を締め括る。

## 2. 経営者予想の開示制度

### 2.1 決算短信における経営者予想の開示制度

多くの企業が決算短信における連結業績予想の欄で開示する経営者予想は、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益および1株当たり当期純利益の5項目である。

概して企業は、第2四半期（累計）と通期に対する予想を開示する。年次と第1四半期の決算短信では第2四半期と通期に対する予想を、第2四半期と第3四半期の決算短信では通期に対する予想を開示する。すなわち、企業は1年間に、第2四半期に対する予想を2回、通期に対する予想を4回、決算短信において開示する機会がある。ただし、直近に公表されている予想を修正しない場合もあり、年次以外の決算短信では、連結業績予想の欄で、直近に公表されている業績予想からの修正の有無が注記される。

四半期決算の導入以前は、年次と中間の年2回の決算短信において、経営者予想が公表された。すなわち、年次の決算短信においては、当期の通期実績を公

表するとともに次期の中間期と通期に対する予想を公表し、中間期の決算短信においては、上半期の実績を公表するとともに、必要に応じて当期の通期予想を修正した。このように、中期に対する予想を1回、通期に対する予想を2回、開示していた。したがって、四半期決算の導入によって予想を開示する機会は2倍に増加したことになる。ただし、決算短信の公表の度に直近の予想を修正するか否かは企業の任意である。

### 2.2 臨時の予想修正の開示

決算短信での予想の定期的な開示の他に、企業には予想修正の適時開示が臨時的に求められる。上場会社は、公表された直近の予想値（当該予想値がない場合には前期の実績値）と比較して、新たに算出した予想値または当期の実績値において差異が生じ、投資者の投資判断に及ぼす影響が重要である場合には、直ちにその内容を開示しなければならない（有価証券上場規程第405条第1項）。開示が求められるのは、売上高については、新予想値または当期実績値を公表済みの直近予想値（当該予想値がない場合には前期の実績値）で除して得た数値が1.1以上または0.9以下である場合であり、営業利益、経常利益、純利益については、新予想値または当期実績値を公表済みの直近予想値（当該予想値がない場合には前期の実績値）で除して得た数値が1.3以上または0.7以下である場合である（有価証券上場規程施行規則第407条）。

### 2.3 開示制度をめぐる検討の経緯

経営者予想の開示制度めぐって、東京証券取引所を中心に多くの議論が尽くされてきた。ここでは、2000年代後半以降の検討の経緯を概観する。

2005年9月、東京証券取引所（以下、東証）は「決算短信に関する研究会」を設置した。同研究会は、9月から翌年3月にかけて審議を重ね、その結果は、2006年3月20日、「決算短信に関する研究会報告～決算情報のより適切な開示に向けて～」として取りまとめられた（東京証券取引所（2006））。個別業績予想については、単体情報の重要性が各社により大きく異なる現状から、各社が、自社にとっての単体情報の重要性を踏まえ、その判断により開示を選択できる

とすることが適当と考えられる、との見解を示した。一方、業績予想の開示項目に「営業利益」予想を追加し、連結業績予想に対しては内容拡充を図るものとなった。

この研究会報告を受け、7月28日、東証は決算短信様式の見直し案を公表した。個別業績予想については、重要性がなければ省略可能となり、2007年3月期決算発表から（中間決算短信は2007年9月期中間決算発表から）適用された。

2010年6月18日、「新成長戦略」が閣議決定され、金融戦略のうち2010年度に実施する早期実施事項として、「取引所における業績予想開示の在り方の検討」が盛り込まれた。

7月20日には日本経済団体連合会（2010）が「財務報告に関するわが国開示制度の見直しについて」を公表した。四半期決算の存在を理由として、業績予想開示については従来のような有用性はなくなっていると指摘し、企業の実務上の負担を懸念する立場から、業績予想の「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」と提言した。

東証はこのような動向に対応して、公益財団法人日本証券経済研究所に業績予想開示の在り方についての研究を委託した。日本証券経済研究所（2011）が取りまとめた「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」は、2011年7月29日、東証によって公表された。

10月28日、東証により上場制度整備懇談会が開催され、12月28日、「業績予想開示に関する実務上の取扱いの見直し方針について」が公表された（東京証券取引所（2011））。ここでは、上場会社の実情に応じた多様な将来予想情報の開示を行うことができるような取扱いの整備や、業績予想開示を実質的に強制するものとして理解されている可能性のある現行の実務（業績予想を行わない場合または独自の形式で行う場合の東証への事前相談など）の廃止を含む基本方針が示された。

2012年2月21日、東証の上場制度整備懇談会の下に設けられた独立部会「上場制度整備懇談会ディスコロージャー部会」が開催され、業績予想開示の柔軟化に対応する具体的な決算短信の様式のあり方等が議論

された。

3月23日、東証は、「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21日付）を公表し、2012年3月期の決算短信から適用されることになった（東京証券取引所（2012a））。これは、開示項目、開示の形式および開示対象期間等について、企業の実情に応じたより柔軟な開示を認めるものである。このような東証の判断は、開示項目等の形式的な遵守よりも、企業の実態に合わせた、投資家との対話を重視した開示への方向転換を図る趣旨である（吉井（2012））と解釈することができる一方、阿部（2014）が指摘するように、「言葉は厳しいが…（ディスコロージャーの）後退」であると捉える見解もある。

以上のように、近年、企業に求められる経営者予想の内容に大きな変化が観察された。このような変化に対する企業の対応について、今後継続的に調査していく必要があると考える。

## 2.4 経営者予想の開示状況

### (1) 全体の開示状況

近年における経営者予想の開示制度の変化は、企業の経営者予想の開示にどのような影響を及ぼしているのだろうか。

日本IR協議会が毎年実施している「IR活動の実態調査」において、これまで2010年、2011年、2012年、2014年の4回、業績予想の開示状況についての調査が実施された。2014年は、全上場企業3,543社に調査票が郵送され、1,029社（29.0%）から回答を得た（日本IR協議会（2014））。IR実施企業（全回答企業のうちIR活動を「実施している」と回答した企業994社（96.6%））のうち、「通期の業績予想」を開示している企業は91.1%、「半期の業績予想」は69.6%、「四半期の業績予想」は5.9%、「業績予想は開示していない」は2.4%であった。過去のデータと比較すると、「通期の業績予想」は2010年96.5%、2011年93.2%、2012年92.1%、「半期の業績予想」は2010年82.1%、2011年80.0%、2012年79.7%、「四半期の業績予想」は2010年5.9%、2011年3.8%、2012年5.1%であり、全体として若干の減少傾向が見受けられる。

東京証券取引所（2012b, 2013）によると、決算短信発表時に業績予想の開示がない企業は、2012年3月期決算において1,704社中63社（3.7%）、2013年3月期決算において1,706社中61社（3.6%）に留まっており、約96%の企業は経営者予想を開示していることが確認される。

このように、ここ数年間において、経営者予想の開示を控える傾向がわずかに観察されるものの、依然として大多数の企業が経営者予想を開示していることが窺える。

## (2) 株式会社ゼンショーホールディングスの事例

企業が、1年間を通じてどのように経営者予想を開示しているのかを観察するため、表1に、牛井のすき家を中心とする外食チェーンを展開する東京証券取引所第一部上場企業である株式会社ゼンショーホールディングス（以下、ゼンショー）が、2013年3月期（通期）の実績とともに、2014年3月期に対する連結業績予想を開示し、その後修正し、実績を開示するまでの経緯をまとめた。続いて、第2四半期の実績およ

び予想についても同様に経緯をたどった。

ゼンショーは、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益および1株当たり当期純利益の5項目の予想を開示しているが、紙片の都合上、当期純利益のみ表示した。実績との差においてプラスの値は楽観的、マイナス（△）の値は悲観的もしくは保守的な予測が行われたことを意味する。

2013年5月14日、ゼンショーは年次決算短信において、2013年3月期の当期純利益は5,058百万円であったこと、2013年9月期（2014年3月期第2四半期）の当期純利益は3,194百万円、2014年3月期の当期純利益は6,259百万円になる見通しであることを公表した。

8月8日、第1四半期決算短信において、予想の修正は行わなかった。

11月1日、臨時の業績予想修正を公表した。そのなかで、2013年9月期の当期純利益は、従来の3,194百万円に対し404百万円、2014年3月期の当期純利益は従来の6,259百万円に対し571百万円になる見通しであることを公表した。大幅な下方修正である。

表1 株式会社ゼンショーホールディングスの実績値・予想値の公表の経緯

2013年3月期実績値、2014年3月期予想値から実績値までの公表の経緯				
開示日	実績/予想	当期純利益 百万円	実績との差 百万円	資料名
2013.5.14	実績	5,058	—	平成25年3月期 決算短信〔日本基準〕(連結)
2013.5.14	予想	6,259	5,156	平成25年3月期 決算短信〔日本基準〕(連結)
2013.8.8	予想	6,259	5,156	平成26年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)
2013.11.1	予想	571	△532	業績予想の修正に関するお知らせ
2013.11.12	予想	571	△532	平成26年3月期 第2四半期決算短信〔日本基準〕(連結)
2014.2.3	予想	571	△532	平成26年3月期 第3四半期決算短信〔日本基準〕(連結)
2014.5.8	予想	1,103	0	業績予想の修正に関するお知らせ
2014.5.14	実績	1,103	—	平成26年3月期 決算短信〔日本基準〕(連結)
2012年9月期実績値、2013年9月期予想値から実績値までの公表の経緯				
2012.11.12	実績	3,176	—	平成25年3月期 第2四半期決算短信〔日本基準〕(連結)
2013.5.14	予想	3,194	2,790	平成25年3月期 決算短信〔日本基準〕(連結)
2013.8.8	予想	3,194	2,790	平成26年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)
2013.11.1	予想	404	0	業績予想の修正に関するお知らせ
2013.11.12	実績	404	—	平成26年3月期 第2四半期決算短信〔日本基準〕(連結)

(出所) 株式会社ゼンショーホールディングスの決算短信と業績予想の修正に関するお知らせより作成

11月12日、第2四半期決算短信において、2013年9月期の当期純利益は404百万円であったことを公表した。この金額は、わずか11日前に予想値として公表された金額と同額であった。2014年3月期に対する予想の修正は行わなかった。

2014年2月3日、第3四半期決算短信においても、予想の修正は行わなかった。

5月8日、臨時的業績予想修正を公表した。そのなかで、2014年3月期の当期純利益は従来の571百万円に対し1,103百万円になる見通しであることを公表した。1年前(2013年5月)の予想値には及ばないものの半年前(2013年11月)の予想値と比べればかなりの上方修正である。

5月14日、年次決算短信において、2014年3月期の当期純利益は1,103百万円であったことを公表した。この金額は、わずか6日前に予想値として公表された金額と同額であった。

2013年5月から2014年5月までの1年を通じて概観すると、2014年3月期に対する業績予想は困難を極めたことが観察される。1年前に公表した当期純利益の予想値6,259百万円は、実績(1,103百万円)を5,156百万円も上回っており、予測精度が低いことが事後的に判明する。2013年3月期の当期純利益が5,058百万円であったため、経営者にとって6,259百万円という数値は、公表時点ではそれほど楽観的なものには見えなかったのだろうか。一方、半年前の大幅な下方修正で公表した予想値571百万円は、実績値を532百万円も下回っている。この時点では、かなり悲観的な見通しであったことが窺えるが、実際にはそこまでは落ち込まなかったということになる。

2013年11月1日と2014年5月8日の予想修正は、駆け込みで実施された印象を与える。予想値としての公表という形式をとっているものの、情報利用者である投資家は、この予想修正を実績値そのもの、あるいは実績値に極めて近い値として認識したと考えられる。円谷(2008)は、決算期末に予想値の修正が多く観察されることを指摘し、これを駆け込み改訂と呼んでいる。駆け込み改訂は、予測誤差の改善度が他の時期と比べ、極めて大きいことが明らかになっている。

### 3. 経営者予想に関する調査・研究

日本企業の経営者予想に関する調査・研究は非常に多くの蓄積がある。太田(2006)は、経営者予想に関する研究を(1)資本市場における有用性、(2)特性、(3)他の予想との比較の3つに分類したうえでレビューを行っている。さらに、経営者予想が自発的に開示される米国では、(4)自発的開示や(5)開示形式を扱った研究も観察されることを指摘している。本稿では主に(2)を扱うことにする。

第3章は、まず、経営者予想の特性を評価するために用いられる指標を確認したうえで(第1節)、経営者予想の作成過程についての調査から得られた知見をまとめ、開示戦略の存在を指摘し(第2節)、予想誤差をもたらした決定要因(第3節)と経営者予想と報告利益管理の関係について着目した研究を概観する(第4節)。最後に、どのような特徴の企業が経営者予想を開示しないのかについて調査した研究を紹介する(第5節)。

#### 3.1 予想誤差とMFI

##### (1) 予想誤差

経営者予想の特性を評価するために用いられる指標としては、予想誤差(MFE: Management Forecast Error)とMFI(Management Forecast Innovation)が挙げられる。

予想誤差は、「 $t$ 期の実績利益 -  $t$ 期に対する予想利益」によって算定される。このとき、正の値は予想が悲観的もしくは保守的である(実績値が予想値を上回った)こと、一方、負の値は予想が楽観的である(予想値を達成できなかった)ことを意味する。

さらに、予想値と実績値の差には正負いずれも生じうるので、両者が相殺し合うことを防ぐため、両者の差を絶対値にとる方法がある。この方法においては、両者の乖離の大きさのみが捕捉される。

また、いずれの方法においても、企業規模の差異による影響を緩和するため、 $t-1$ 期の総資産など企業規模の代理変数で除すことが一般的である。

$t$ 期に対する予想利益が開示された時点では、 $t$ 期

の実績利益は判明していないので、予測誤差は、事後的に（ $t$ 期の実績利益が開示された時点で）測定される。予測誤差の大きさから予想の精度（達成度）が、予測誤差の符号（正あるいは負）から予想の性質（楽観的であったか悲観的であったか）が事後的に判明する。

予想誤差には、経営者によるマネジメントによって生じた意図的な予想誤差と、結果的に生じてしまった意図的でない予想誤差があると考えられる。予想誤差と経営者によるマネジメントとの関係を扱った研究は数多く行われている。マネジメントの対象として可能性のあるのは、期首における予想値、期中における修正値および実績値である。概して、期首における予想値と期中における修正値に対するマネジメントは、経営者の開示戦略として扱われ、経営者予想の達成などを目的とした実績値に対するマネジメントは、報告利益管理（earnings management）の研究として行われている。

## (2) MFI

MFI (Management Forecast Innovation) は、「 $t$ 期に対する予想利益 -  $t-1$ 期の実績利益」によって算定され、後藤 (1997)、Kato et al. (2009)、鈴木 (2013) などで用いられている。予想誤差と同様、 $t-1$ 期の総資産など企業規模の代理変数で除すことが一般的である。

予想誤差が事後的に（ $t$ 期の実績利益が開示された時点で）測定可能となる指標であるのに対し、MFI は  $t$ 期に対する予想利益が開示された時点で測定できる。MFI は  $t-1$ 期の実績利益と比較したときの予想値の水準の評価に用いられ、MFI が大きい（小さい）ほど予想が積極的（消極的）であることを意味する。

## 3.2 経営者予想の作成過程と開示戦略

### (1) 経営者予想の作成過程

まず、企業が経営者予想を作成する過程についての調査を概観する。

円谷 (2009) は、2008年（第15回）の「IR活動の実態調査」（日本IR協議会）に業績予想に関連する質問項目を追加する形式で調査を実施している。2008

年は、全上場企業 3,944 社に調査票が郵送され、1,260 社（31.9%）から回答を得た。回答企業のうち、72.2%が「各事業部門などが報告してくる数値を基に」予想値を作成する一方、「経営トップが定める目標を意識」して予想値を作成する企業は 33.9%に留まった。

「IR活動の実態調査」は毎年実施されているが、質問項目は毎年同じではない。2011年（第18回）から1年ごとに重点を絞って実施する形式となり、2011年は業績予想開示に重点が置かれている。日本IR協議会 (2011) によると、通期、半期、四半期の業績予想を開示していると回答した企業のうち、74.1%が「社内の年次予算をベースに」予想値を作成し、70.4%が「各事業部門が報告する数値を基に」予想値を作成している。

このように、円谷 (2009) や日本IR協議会 (2011) から、トップダウンではなく、現場の数字の積み上げで予想値を作成する企業が圧倒的に多いことがわかる。

黒川ほか (2009) は、日本の全上場企業 3,933 社とドイツのプライム・スタンダード市場とジェネラル・スタンダード市場に上場する 639 社に記述式アンケートを郵送し、日本企業 345 社（8.8%）とドイツ企業 63 社（10.5%）から回答を得たうえで、日本企業の結果を主に紹介している。日本企業のうち、90.2%が「子会社、各事業所の予測数値を積み上げて」予想値を作成していると回答した。また、「公表した予測数値は、事業の計画や事業の遂行に影響する」という設問に対し、38.7%が「全くそう思う」、52.7%「どちらかといえばそう思う」と回答したことから、黒川ほか (2009) は「予想数値は、会社の事業目標や計画を会計数値化したもの」とであると結論付けると共に、財務会計と管理会計との間の連動を指摘している。

中條 (2009) は、日本の新興市場（JASDAQ、東証マザーズ、大証ヘラクレスなど）に上場する企業 793 社に質問票を発送し、156 社（19.7%）から回答を得た。予想値の決定方法について、上位 3 つに順位をつけて回答してもらったところ、「各事業部門などの予算を積み上げる」に第 1 順位をつけた企業が 119 社、第 2 順位が 19 社、第 3 順位が 2 社であった。それに

対して、「前年の実績を参考にする」は、第1順位が57社、第2順位が174社、第3順位が15社であった。以上の結果から、中條（2009）は、「新興市場においては、各事業の予算の積み上げをベースに、これに前年実績を考慮して業績予想値が決定されている」と考察している。

このように、以上の調査結果は、経営者予想が企業内部の利益計画や予算と密接に連動するように作成されることを示唆している。

## (2) 経営者予想の開示戦略

先行研究は、期首における経営者予想や期中における修正において、一貫性のある特徴が見られる企業が存在することから、企業が何らかの開示戦略を持っている可能性を指摘する。鈴木（2013）は、経営者予想の開示戦略を「ある企業が情報を開示する際に継続的に有する方向性」と定義している。各企業が持つ経営者予想の癖ないしは傾向のようなものであると考えられる。

浅野（2007）は、市場の期待をコントロールすることを目的とした業績予想の開示を期待マネジメントと呼び、2003年から2005年の3,900企業×年のサンプルを分析した。期首時点で楽観的な予想を公表し、期中に下方修正する企業が多いこと、実績値と直近予想値の差がマイナスになることを回避する手段として、企業は報告利益管理と期待マネジメントを併用するが、後者をより積極的に利用することを示唆する結果を得ている。

奈良・野間（2011）は、日本アナリスト協会が行っている「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定（以下、ディスクロージャー評価）」の1999年から2008年の対象企業1,215企業×年を分析した。ディスクロージャー評価の高い企業の期首予想は悲観的であり、期中に小幅な上方修正を行っているという結果から、このような経営者予想の公表は、投資家の期待を上方へ誘導し、投資家にサプライズを与えることを防ぐ戦略的なマネジメントであると解釈している。

鈴木（2013）は、経営者予想の開示戦略の有無や戦略を持っている企業の特徴を明らかにすることを試み

るため、2005年から2011年までのMFI（ $(t$ 期に対する期首時点の経常利益予想 -  $t-1$ 期の経常利益） $\div$   $t-1$ 期の総資産）を測定した。MFIが正の企業は全体の約73%であり、そのうち予想を達成できた企業は約50%であった。MFIが正の企業は概して、期中に下方修正を行い、その水準は期首予想の予想誤差より少し小さいことも明らかになった。一方、MFIが負の企業では約60%が予想を達成できた。また、当期のMFIは、1期前から4期前のそれぞれのMFIと正の相関を持つことから、MFIには持続性があることが明らかになった。このことから、企業は継続的にある方向性、すなわち何らかの開示戦略を持って予想を開示していると結論付けられている。

経営者予想のデータを用いた研究は、財務会計に基づく視点によるものが圧倒的に多い。そのなかで、安酸（2012）は管理会計に基づく視点による成果のひとつであり、経営者予想を予算の代理変数として使い、コストの下方硬直性という観点から経営者予想の特徴を実証的に説明している。

予算編成における利益目標の水準に観察されるある傾向は、ラチェット効果と呼ばれる。ラチェット（ratchet）とは、歯車が逆転することを防ぐ歯止めを意味する言葉であり、ラチェット効果とは、一般的には、いったん高い業績が達成されると、その後達成すべき業績目標が引き上げられる傾向をさす。予算編成において観察されるラチェット効果は、今年度の利益目標に有利差異が生じると、次年度の利益目標が積極的に引き上げられる一方、不利差異が生じて、次年度の利益目標はさほど引き下げられない、という傾向をさす。

Leone and Rock（2002）は、1994年から1996年までのある1企業内の複数の事業部を対象とした130（事業部×年）のサンプルを用いて、ラチェット効果の存在を明らかにした。すなわち、今年度の利益目標に対する1ドルの有利差異は、次年度利益目標を0.90ドル引き上げたが、1ドルの不利差異は、次年度利益目標を0.40ドルしか引き下げなかった。

安酸（2014）は、経営者予想においてラチェット効果が観察されたこと、そして、ラチェット効果は経営者予想の予想誤差に影響を及ぼすことを実証的に明ら

かにしている。

### 3.3 予想誤差の決定要因

#### (1) 予想誤差の存在とその決定要因

経営者予想に予想誤差が存在することは古くから報告されている。予想誤差の存在を明らかにしたうえで、先行研究はさらに、予測誤差をもたらした原因の解明を試みている。例えば、年度、業種、上場市場ごとの特徴、業績内容（赤字企業・黒字企業）、予想時点（期首予想・直近予想）、利益の種類（経常利益、当期純利益など）、連結利益と単独利益の別、その他の企業属性（規模、外部資金調達状況、投資家の持株比率など）が予想値に与えた影響を考察した研究がある。さらに、予測誤差における持続性の存在とその原因を明らかにした研究も観察される。これらの先行研究を順に概観していく。

國村（1980）は、1977年から1979年までの東証1部上場企業405サンプルの経常利益の予想値を分析し、悲観的な予想が行われたことを示した。

國村（1984）は、1977年から1982年までの415サンプルのデータを用い、予想誤差は平均値で見た場合、楽観的であるものの、異常値の影響を除いた場合や中央値で見た場合はやや悲観的であることを示した。さらに、サンプルを建設業、製造業、第三次産業に分類して比較したところ、建設業や第三次産業の予想誤差は、製造業の予想誤差より小さく、ばらつきも小さかった。この結果は、建設業が受注産業であることや、第三次産業の業績が景気変動に緩やかに反応することによるものと説明されている。

城下（1984）は1980年から1982年までのデータを用い、香村（1987）は1975年から1984年までのデータを用い、高橋（1990）は1988年から1989年までのデータを用い、いずれも概して悲観的な予想が行われたことを示した。

石塚（1987）は、1974年から1978年までの388サンプルの1株当たり利益を分析し、楽観的な予想が行われたことを示した。

後藤（1997）は、1978年から1992年までの東証1部上場企業14,350サンプルの売上高、経常利益、当期純利益（期首予想）を分析し、楽観的な予想が行わ

れたことを示した。

森・関（1997）は、1994年の東証1、2部上場企業107社（製造業6業種）の経常利益と1株当たり利益（単独と連結）に対する経営者予想の業種別の特徴を観察した。楽観的な予想が見られる業種もあれば、悲観的な予想が見られる業種もあった。経常利益と1株当たり利益は、概して同様の傾向であるが、異なる傾向がみられる業種もあった。連結は単独より悲観的な予想が行われた。

須田・太田（2007）は、1980年から2002年までの倒産企業473サンプルと同数のコントロール企業（非倒産企業）の経営者予想を比較した。倒産企業の経営者予想は楽観的であり、倒産の時期が迫るほどより楽観的になることを示した。

大鹿（2005）は、2000年から2003年に株主総会の活性化が観察された企業311サンプルと非活性化企業2,692サンプルの経営者予想の精度を調査した。その結果、活性化した年の翌年の予想は、活性化しなかった企業の予想と比べて精度が高い水準にあることを示す結果を得た。一方、活性化した年の翌年の予想が、活性化した年の前年の予想と比べて精度が高く変化したことを検証する分析において、係数の符号は予想通りであったが、統計的に有意な水準ではなかった。大鹿（2005）はこの結果について、市場全体の予想精度は年ごとに異なるため、時系列の比較では、株主総会の活性化の影響が十分に捕捉されなかったと解釈している。さらに大鹿（2008）では、活性化企業の予想精度の向上は、報告利益管理の影響ではないことも示されている。

Ota（2006）は、1979年から1999年までの28,593サンプル（29業種）のデータを用いて、予想誤差に影響を与える要因（実質GDP成長率、規模、上場市場など10項目）を調査した。予想誤差（年の平均値）と実質GDP成長率との間には、0.86という高い正の相関が観察された。これについて、Ota（2006）は、経営者は将来のマクロ経済トレンドを正確に予想できず、現在の状況に基づいて予想を行っていることを示唆する結果であると解釈している。そのため、景気上昇期には悲観的、景気後退期には楽観的な予想が行われることになる。また、業種別の特徴としては、電



気・ガス業と通信業の経営者予想が最も悲観的であった。Ota (2006) は、このような規制産業の経営者は、過度に儲かっている予想の公表を避けるインセンティブを持つためであると解釈している。さらに、小規模企業や店頭企業、財務的困窮企業や赤字企業は楽観的な予想を行うことも示された。

乙政・榎本 (2007) は、1998年から2006年までの東証1, 2部上場企業11,276サンプルの売上高、経常利益、当期純利益を分析した。分析対象期間全体では、楽観的な予想が行われたが、2004年以降3年間については、より悲観的な傾向が観察された。さらに、当期実績が赤字になる企業群の予想の9割以上は当期実績を上回っていた(楽観的な予想が行われた)ことから、赤字への転落は予想値の精度を低下させる一要因であると結論付けている。

浅野 (2007) は、2003年から2005年までの東証1部上場企業3,900サンプルの当期純利益(期首予想と直近予想)を分析した。概して、期首予想は楽観的であるが、期中で下方修正することを示した。さらに、企業は、実績値の公表時のネガティブ・サプライズの回避を好むことから、予想値を満たすための報告利益管理が行われた可能性を指摘している。

円谷 (2007) は、2006年(第13回)「IR活動の実態調査」(日本IR協議会)の調査結果と経営者予想との関係を分析し、社長が決算説明会に出席する企業ほど予想誤差が小さく(すなわち精度が高く)、最終予想値発表日から実績値発表日までの日数が長い(すなわち駆け込みの修正を行わない)ことを報告している。

浅野 (2008) は、2003年から2007年までの1, 2部上場企業、店頭・新興市場企業12,664サンプルの当期純利益(連結)(期首予想と直近予想)を分析した。最も多く観察されたのは、 $t$ 期の実績値が $t$ 期についての期首予想より大きい企業(グッド・ニュースを持つ企業)が、期首から中間にかけて予想を上方修正し、 $t$ 期の実績値は修正予想値を上回るパターンであった(26.1%)。次によく見られた傾向は、 $t$ 期の実績値が $t$ 期についての期首予想より小さい企業(バッド・ニュースを持つ企業)が、期首から中間にかけて下方修正するが、 $t$ 期実績値は修正予想値を上回るパ

ターンであった(20.6%)。この2つのパターンが観察された企業の割合は、1部上場、2部上場、店頭・新興市場の順で高く、浅野 (2008) は、この順番で利益予想が悲観的であると指摘している。

乙政・榎本 (2008) は、投資家の持株比率と予想誤差との関係を調査している。金融機関の株式保有比率が高いほど、また、外国人投資家の株式保有比率が高いほど、経営者予想の精度が高いことを明らかにしている。

太田 (2009) は、1991年から2004年までの倒産企業2,104サンプルのデータを用いて、経営者予想の楽観度の時系列変化を調査した。期首から期末に向けて楽観度は小さくなるものの、最も期末に近い予想も依然として楽観的であることが示されている。

乙政・榎本 (2009) は、1998年から2007年までの東証1, 2部上場企業12,666サンプルの売上高、経常利益、当期純利益を分析した。全体では楽観的な予想が行われたが、2004年以降は悲観的な予想が行われた。連結は単独より精度が低かった。業種によって、悲観的あるいは楽観的な予想が行われる傾向が観察された。また、予想誤差の分布を分析したところ、極端に負の予想誤差は極端に正の予想誤差より多く、ゼロ付近においてわずかに正の予想誤差はわずかに負の予想誤差よりかなり多かったことから、報告利益管理が行われた可能性が指摘されている。

西・金田 (2009) は、2002年の586社のデータを用いて、財務的困窮度と経営者予想の関係を調査し、財務的困窮度の高い企業ほど楽観的な予想を行うことを報告している。

阿部 (2010) は、1997年から2008年までの12年間を分析対象期間として、東京証券取引所とジャスダックに上場する企業の経常利益と当期純利益(期首予想と中間予想)の予想誤差を算定し、予想誤差の特徴を包括的に明らかにしている。単独決算では25,914サンプル、連結決算では15,844サンプルのデータが得られた。分析の結果、連結、単独ともに期首予想は楽観的であること、東証上場企業よりジャスダック上場企業のほうがより楽観的であること、さらに、経常利益より当期純利益のほうが予想誤差(平均値および中央値)は大きく、標準偏差も大きいことから、当期

純利益の予測はより困難であることが指摘されている。

このように、予想誤差の存在とその決定要因について取り組んだ先行研究は数多く、豊富な知見が蓄積されている。

## (2) 予想誤差の持続性の存在とその決定要因

経営者の予想誤差には、持続性が観察されることも知られている。すなわち、前期の予想誤差が大きい（小さい）企業は、当期の予想誤差も大きく（小さく）なる傾向がある。

Ota (2006) は、 $t-1$  期の予想誤差（純利益）を独立変数、 $t$  期の予想誤差を従属変数とする回帰分析を行い、 $t-1$  期の予想誤差の係数は有意に正の値となったことを報告している。これは、経営者予想に持続性が存在することを示唆する結果である。

清水 (2007) は、東証 1 部に上場する 3 月決算企業の 1996 年から 2006 年のデータを用いて、予想誤差（売上高、経常利益および純利益）のグループ別推移の観察と回帰分析から持続性の存在を明らかにしている。

なお、Gong et al. (2011) は、予想誤差に持続性が観察される原因について分析し、予想誤差の持続性は、企業特性や経営者の情報処理能力（学習効果）が原因であると結論付けている。鈴木 (2014) は、米国とは異なる日本の制度環境や先行研究を踏まえたうえで、Gong et al. (2011) が指摘する原因の他に、持続性の原因として経営者予想の開示戦略に着目した。日本の上場企業の 2004 年から 2013 年のデータが用いられている。経営者予想における持続性の存在を確認したうえで、持続性の原因を分析したところ、開示戦略は、予想誤差（売上高、経常利益および純利益）の持続性をもたらす原因となっていることが明らかになった。

## 3.4 経営者予想と報告利益管理

前節で概観した研究は、様々な要因が経営者予想に影響を与え、予想誤差やその持続性を決定づける過程の説明を試みるものであった。それに対し、経営者による報告利益管理が行われた可能性を指摘した先行研

究もある。すなわち、経営者による報告利益管理が予測値と対比される実績値に影響を与え、予想誤差を決定づけた可能性である。本節では、経営者は、予想値を満たすことを目的とした（あるいは予想値を意識した）報告利益管理を行うかについて取り組んだ調査・研究を概観する。

### (1) アンケート調査

須田・花枝 (2008) は、日本の上場企業 3,946 社に質問票を送付し、629 社 (15.9%) から回答を得た。そこから無記名の回答企業 10 社を除く、619 社についての調査を報告している。当期の利益が目標値に達しない可能性があるときに講じる方法について、同意する程度 (-2, -1, 0, 1, 2) を回答してもらった。同意 (1 と 2 の回答の合計) の回答率は、「広告費等の支出削減」(66.9%) と「設備投資等の減額」(53.8%) を選択する企業が多く、一方、「売上の前倒し」(5.8%)、「会計上の見積もり変更」(8.2%)、「費用計上を遅らせる」(11.5%) は少なかった。このように、実質的裁量行動を選好し、会計的裁量行動の利用には消極的な傾向が観察された。

中條 (2009) は、実績利益が予想値を下回りそうな場合の行動について、上位 5 つに順位をつけて回答してもらった。企業が第 1 順位に選んだ行動は、「冗費の削減」(62 社)、「業績予想値の修正」(34 社)、「広告宣伝費の削減」(14 社)、「販売政策・与信政策の変更」(10 社)、「人件費の削減」(7 社) の順に多く、これらは、「業績予想値の修正」を除いてキャッシュアウトフローを直接減少させる行動であった。一方、「費用の認識基準の変更」(2 社) や「売上高の認識基準の変更」(3 社) を選んだ企業は少なかった。この結果について、中條 (2009) は、概して、会計的裁量行動より実質的裁量行動を選好する傾向が観察される点は須田・花枝 (2008) と同様であるものの、「販売政策・与信政策の変更」(須田・花枝 (2008) で 12.3% が同意した「好条件をつけて販売」に相応) を選ぶ企業は、新興企業において比較的多い可能性を指摘している。なお、実質的裁量行動を積極的に、会計的裁量行動を消極的に選択する傾向は、米国の調査でも観察されている (Graham et al. (2005))。

黒川ほか(2009)は、アンケートに回答した日本企業の60.7%、ドイツ企業の93%が「将来の実績数値と対比されることを意識して」予想値を作成しているという結果から、予想値を意識した報告利益管理が行われている可能性を指摘している。

#### (2) 予想誤差の分布や裁量的発生項目額を用いた検証

須田・首藤(2004)は、1991年から2000年までの個別決算のデータを用いて予想誤差の分布を調査したところ、経常利益と当期純利益のヒストグラムはゼロ付近で有意な不規則性が観察され、予想値をわずかも上回るよう報告利益管理を行っていることが明らかになった。また、報告利益が予想値以下であった企業は、プラスの裁量的発生項目額を計上し、報告利益が予想値を上回った企業は、マイナスの裁量的発生項目額を計上することも確認され、経営者は裁量的発生項目額を予想値達成の手段として利用することが示された。

野間(2004)は、2000年から2003年までの連結決算データの分析において、経営者は予想をわずかに上回るように報告利益管理を行っていることを示している。さらに、報告利益管理のひとつの手段として裁量的発生項目額を利用するが、それ以外の手段も利用することを示唆する結果が得られた。

小嶋(2005)は、経営者予想の公表によって形成された市場の期待を満たすための報告利益管理の一手段として、研究開発活動を通じた裁量行動に着目し、企業は、期首に計画していた研究開発予算を変更し、研究開発支出を削減して利益数値を増加させるような行動をとっているかについて調査した。ここで注目したのが、研究開発支出控除前の外部公表利益が経営者予想を上回っているが、両者の差額が研究開発予算推定額よりも少ないケースである。このケースでは、研究開発支出を予算推定額通りに執行した場合、経営者予想は達成できなくなるが、研究開発支出を削減した場合、経営者予想は達成できることになる。このようなケースの企業はそれ以外の企業と比べて、予算推定額に対する研究開発支出の割合の平均値が有意に低かったことから、研究開発支出の調整による報告利益管理の存在が指摘されている。

首藤(2010, 4章)は、経営者予想値の達成を目標とした報告利益管理の存在を検証している。予想誤差の分布の調査において、当期純利益と経常利益に対する予想値の達成を目標とした報告利益管理が観察されたが、売上高においては観察されなかった。さらに、企業は裁量的発生項目額を利用して当期純利益の予想値を達成していることが明らかになった。すなわち、予想値にわずかに満たない、またはちょうど達成した企業において、多額の裁量的発生項目額の計上が観察された一方、実績値が予想値を上回る企業においては、負の裁量的発生項目額を計上するという、次期以降の継続的な予想値の達成を意図した利益平準化の実施を示唆する結果が得られた。

首藤(2010, 5章)は、予想値を達成するもうひとつの手段である、予想値の修正についても調査したが、予想値の修正よりむしろ報告利益管理を予想値達成の手段として利用することを示唆する結果が得られた。ただし、ここでは中間決算以降の予想値の修正は考慮されていない。

國村・久保(2013)は、経営者予想の修正が大きいほど、修正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ことから、修正直後の決算で裁量的発生項目額が増加することを報告している。

矢内(2014)は、ラチェット効果によって、経営者予想と報告利益管理の関係が説明されるかについて実証的に検証している。ラチェット効果が観察されるとき、有利差異が生じている企業は、負の裁量的発生項目額を用いた報告利益管理を行っていることが示されている。

このように、予想値を満たすことを目的とした報告利益管理が行われ、それが実績値、ひいては予想誤差に影響を与えた可能性を指摘する研究が複数観察される。

### 3.5 非開示選択の決定要因

東京証券取引所が2012年3月に公表した業績予想に関する実務上の取扱いの見直しによって、今後、経営者予想を開示しないことを選択する企業が増加する可能性が指摘されている。開示制度の柔軟化のもとで、経営者予想の非開示に踏み切るのは、どのような

特徴を持つ企業だろうか。

奈良・野間（2013）は、業績予想に関する実務上の取扱いの見直し後の最初の決算期である2012年3月期の決算短信に着目し、そこで経営者予想を公表しなかった企業34社と同数のコントロール企業の財務的特徴を比較している。非開示企業において、低い利益成長率、損失の計上、高いレバレッジ、高い簿価時価比率、標準偏差の大きいアナリスト予想という特徴が観察された。

阿部（2014）は、2006年3月期から2013年3月期（2011年3月期を除く）の決算短信において次期の経営者予想を開示しない企業について、財務的特徴やアナリスト予想との関係などを調査した。予想非開示企業131サンプルと同数のコントロール企業のデータが用いられている。業績の悪化は、予想非開示の要因として認められなかったが、企業をカバーするアナリスト数の減少と、低い水準の市場超過リターン（バイ・アンド・ホールドリターンからTOPIXリターンを控除した値）は、非開示の要因であることが確認された。

#### 4. 総括と展望

本稿は、まず、企業に対し経営者予想の開示を要請する制度について概観し、四半期決算の導入以前と比べて、業績予想を開示する機会が増加していることを確認した。全体の開示状況を俯瞰した後、ひとつのケースとして株式会社ゼンショーホールディングスの実態を観察した。

次に、経営者予想に関する先行研究を、実証的研究を中心に概観した。経営者予想の特性を評価するために用いられる指標を確認したうえで、経営者予想の作成過程と開示戦略、予想誤差の決定要因、経営者予想と報告利益管理、非開示選択の決定要因という4つのテーマについて先行研究から得られた知見をまとめた。

今後の研究にあたっては、日本企業固有の環境やその変化を十分に考慮したうえで、経営者予想の特徴を解明することが期待されると考える。長らく日本の証券取引所は、上場企業に対して、当期の実績値ととも

に次期の業績予想値を決算短信で公表することを要請してきた。金融商品取引法に基づく法定開示と比較して、決算日後きわめて早期に開示される決算短信で経営者予想が公表されるシステムは、他国には見られない日本固有のものであった。しかし、近年、この開示制度についての検討が重ねられ、2012年以降、開示項目等の形式的な遵守には従来ほど重点が置かれなくなっている。これまで経営者予想は投資意思決定の重要な情報として機能してきたが、このような制度環境の変化が各方面に及ぼす影響については、データの蓄積と今後の実証的研究でさらに明らかになることと期待される。

#### 参考文献

- Gong G., L. A. Li, and J. J. Wang. 2011. Serial correlation in management earnings forecast errors. *Journal of Accounting Research* 49 (3): 677-720.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40: 3-73.
- Kato, K., D. J. Skinner, M. Kunimura. 2009. Management forecasts in Japan: an empirical study of forecasts that are effectively mandated. *The Accounting Review* 84 (5): 1575-1606.
- Leone, A. and S. Rock. 2002. Empirical tests of budget ratcheting and its effect on managers' discretionary accrual choices. *Journal of Accounting and Economics* 33 (1): 43-67.
- Ota, K. 2006. Determinants of bias in management earnings forecasts: empirical evidence from Japan. *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting* edited by G. N. Gregoriou and M. Gaber, 267-294, Elsevier Press, Burlington, MA.
- 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: 33-42.
- 浅野敬志. 2008. 「経営者の利益予想と自発的開示インセンティブ」『企業会計』60 (12): 1817-1826.
- 阿部圭司. 2010. 「経営者による利益予想（1）、（2）—予想誤差に関する実証分析—」『産業研究（高崎経済大学附属研究所紀要）』45 (2): 40-58, 46 (1): 16-36.
- 阿部圭司. 2014. 「業績予想非開示企業の財務的特徴とアナリスト予想に対する影響について」『高崎経済大学論集』57 (1): 1-16.

- 石塚博司. 1987. 『実証 会計情報と株価』 同文館
- 大鹿智基. 2005. 「株主総会活性化企業による経営者予想利益—予想利益の精度の変化と企業価値評価への影響—」『会計』168 (6): 87-102.
- 大鹿智基. 2008. 「情報開示に対する経営者の姿勢と株式市場の反応—株主総会活性化と会計情報有用性」『証券アナリストジャーナル』46 (5): 82-92.
- 太田浩司. 2006. 「経営者予想に関する日米の研究: 文献サーベイ」『武蔵大学論集』54 (1): 53-94.
- 太田浩司. 2008. 「経営者とアナリストの業績予想」柴健次・須田一幸・薄井彰編著『現代のディスクロージャー』中央経済社, 530-564.
- 太田浩司. 2009. 「倒産企業の財務ディスクロージャーの特徴—経営者予想の特性とアナリストの反応—」『商大論集 (兵庫県立大学)』61 (1): 43-64.
- 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』67 (1): 47-57.
- 乙政正太・榎本正博. 2008. 「株式の所有構造と経営者の業績予想」『産業経理』68 (3): 75-85.
- 乙政正太・榎本正博. 2009. 「経営者の業績予想に関する基礎的調査—連結及び単体情報の比較を中心として」『研究年報経済学 (東北大学)』69 (4): 423-443.
- 國村道雄. 1980. 「利益予測と会計情報—経営者予想の正確性に関する実証」『企業会計』32 (4): 494-500.
- 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』22 (8): 9-30.
- 國村道雄・久保暢. 2013. 「わが国における経営者業績予想の改訂について」『彦根論叢』395: 34-46.
- 黒川行治・柴健次・内藤文雄・林隆敏. 2009. 「企業内容開示制度において開示される利益情報が有すべき情報内容は何か—「利益情報の変容と監査・保証業務のあり方に関する調査」結果より—」『週刊経営財務』2911: 41-50.
- 香村光雄. 1987. 「現代企業会計と証券市場—わが国財務会計の機能分析」同文館
- 小嶋宏文. 2005. 「経営者の業績予想と研究開発支出の調整による裁量行動」『会計』168 (6): 919-927.
- 後藤雅敏. 1997. 『会計と予測情報』中央経済社
- 清水康弘. 2007. 「経営者予想に含まれるバイアスの継続性とミスマイニング」『証券アナリストジャーナル』45 (8): 80-96.
- 城下賢吾. 1984. 「利益予測の正確性の比較」『六甲台論集』31 (1): 17-27.
- 首藤昭信. 2010. 『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社
- 鈴木智大. 2013. 「業績予想の開示戦略と経済的帰結」『研究所レポート (プロネクサス総合研究所)』7: 5-16.
- 鈴木智大. 2014. 「なぜ経営者が公表する業績予想の誤差は持続するのか」日本会計研究学会第73回大会自由論題報告 (2014年9月5日)
- 須田一幸・太田浩司. 2007. 「経営者の業績予想と会計操作」須田一幸・山本達司・乙政正太編著『会計操作—その実態と識別法, 株価への影響』ダイヤモンド社, 147-171.
- 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」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店, 211-226.
- 須田一幸・花枝英樹. 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』40 (5): 51-69.
- 高橋史郎. 1990. 「経営者予想の設定とその株価への影響」『産業経理』50 (3): 118-125.
- 土本清幸・飯沼和雄. 2007. 「東京証券取引所における適時開示政策の変遷」『現代ディスクロージャー研究』7: 23-30.
- 円谷昭一. 2007. 「インベスター・リレーションズ (IR) と業績予想の関係」『会計』172 (4): 541-556.
- 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』46 (5): 70-81.
- 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』47 (6): 77-88
- 東京証券取引所. 2006. 「決算短信に関する研究会報告—決算情報のより適切な開示に向けて—」(2006年3月20日) <http://www.tse.or.jp/rules/kessan/tanshin/k-kenkyu/>
- 東京証券取引所. 2011. 「業績予想開示に関する実務上の取扱いの見直し方針について」(2011年12月28日) <http://www.tse.or.jp/rules/kessan/gyouseki/index.html>
- 東京証券取引所. 2012a. 「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21日) <http://www.tse.or.jp/rules/kessan/gyouseki/index.html>
- 東京証券取引所. 2012b. 「平成24年3月期決算短信の開示状況について」(2012年6月13日) [http://www.tse.or.jp/news/09/120613\\_a.html](http://www.tse.or.jp/news/09/120613_a.html)
- 東京証券取引所. 2013. 「平成25年3月期決算短信発表状況等の集計結果について」(2013年6月21日) [http://www.tse.or.jp/news/07/130621\\_a.html](http://www.tse.or.jp/news/07/130621_a.html)
- 中條祐介. 2009. 「中小規模企業のIR・財務報告に関する実態調査—新興市場を中心に—」『信金中金月報』8 (11): 4-23.
- 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—予測誤差と業績修正行動を中心に」『現代ディスクロージャー研究』11: 15-35.
- 奈良沙織・野間幹晴. 2013. 「業績予想開示の柔軟化とアナリスト予想」『証券アナリストジャーナル』51 (2): 72-81.
- 西信洋・金田直之. 2009. 「経営者予想の信頼性」『学習院大学経済論集』45 (4): 269-292.
- 日本 IR 協議会. 2011. 「第 18 回「IR 活動の実態調査」(2011 年度) 結果概要」  
<https://www.jira.or.jp/jira/jsp/usr/activities/pdf/gaiyou2011.pdf>
- 日本 IR 協議会. 2014. 「第 21 回「IR 活動の実態調査」(2014 年度) 結果概要」  
<https://www.jira.or.jp/jira/jsp/usr/activities/pdf/gaiyou2014.pdf>
- 日本経済団体連合会. 2010. 「財務報告に関わるわが国開示制度の見なおしについて」(2010 年 7 月 20 日)
- 日本証券経済研究所. 2011. 「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 29 日)
- 野間幹晴. 2004. 「アクルーアルズによる利益調整—ベンチマーク達成の視点から—」『企業会計』56 (4): 49-55.
- 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』152 (2): 99-112.
- 安酸建二. 2012. 「経営者業績予想におけるコスト予想に関する実証研究—管理会計からのアプローチ—」『会計プロGRESS』13: 29-42.
- 安酸建二. 2014. 「経営者業績予想に見られるラチェット効果と予想誤差への影響—管理会計からのアプローチ—」神戸大学管理会計研究会報告 (2014 年 5 月 17 日)
- 矢内一利. 2014. 「ラチェット効果の観点からの利益減少型の報告利益管理の検証」日本会計研究学会特別委員会『経営者による会計政策と報告利益管理 (最終報告)』(2014 年 9 月 4 日)
- 吉井一洋. 2012. 「東証, 業績予想開示を柔軟化 (概要編)」『Legal and Tax Report (大和総研)』(2012 年 3 月 28 日)  
<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/accounting/12032801accounting.html>