

## (年金運用)：業績予想と利益調整行動

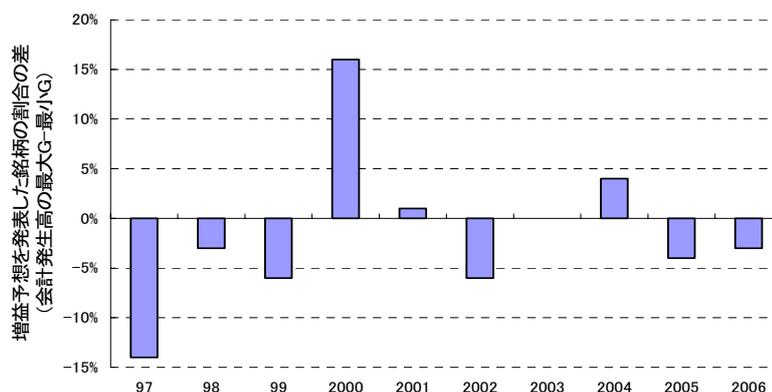
決算発表において、経営者の業績に対する見通しを示す指標として、業績予想がある。一方、経営者による利益調整の存在が指摘されている。そこで、利益調整を行った経営者が、どのような業績予想を発表するのかについて分析してみた。

決算で会社から発表される数値には、前年度実績の他に、今後の経営者の見通しを表す業績予想も含まれているが、それは株式投資などを行う上で非常に重要な指標となる。それだけに近年、決算数値に関して、経営者による利益調整をテーマとする研究が多く行われている。では、経営者の示す業績予想と利益調整の間には、どのような関係があるのだろうか。

本稿では、利益調整を示す指標として、『会計発生高』を用いることとする。会計発生高は、利益調整行動の研究においては、よく知られている指標であり、会計利益（赤字決算を避けるために調整可能な指標）とキャッシュフロー（現金という調整困難な指標）の差で定義され、この会計発生高が大きいほど、上方への利益調整が行われているとみなされる。

まず、会計発生高が次期業績予想にどのような影響を与えているかを見てみよう。t期の会計発生高が大きい順に5つのグループに分け、最大のグループ（1G）と最小のグループ（5G）における、t期実績に対して翌（t+1）期予想で増益を発表した企業の割合の差をグラフにした（図表1）。

図表1： 会計発生高と翌期業績予想との関係（年度別）



(注) 会計発生高及び業績予想が入手可能な全上場銘柄（3月決算、金融除く）を対象とした。

図表1から、t期の会計発生高が大きい企業ほど、（t期実績に対する）t+1期の業績予想が低い傾向がうかがえる。これは、t期に利益を上方へ利益調整して、利益を先取りしたことによって、t+1期の業績予想を低く出さざるを得なかったためではないだろうか。

次に、このt+1期の予想に対して、t+1期の実績がどうであったかを見てみる。もし、利益の先取りではなく、経営者が必要以上に保守的な予想を出していただけなのであれば、その後上方修正するはずだからである。

図表2からは、t期の会計発生高が最大の銘柄グループ(1G)と最小のグループ(5G)で、期初予想に対して上方修正した銘柄の割合はほぼ同じであることがわかった。即ち、1Gは他のGと比較して低く予想したにも拘らず、実績が上方修正されていないことから、t期に上方に利益調整した銘柄ほど、t+1期の利益成長が実質的にも低い(業績が下がった)ことを意味すると言えよう。つまり、上方への利益調整は、次期の業績にマイナスの影響を与える傾向があり、また経営者自身もそのことを認識していることが示唆される。

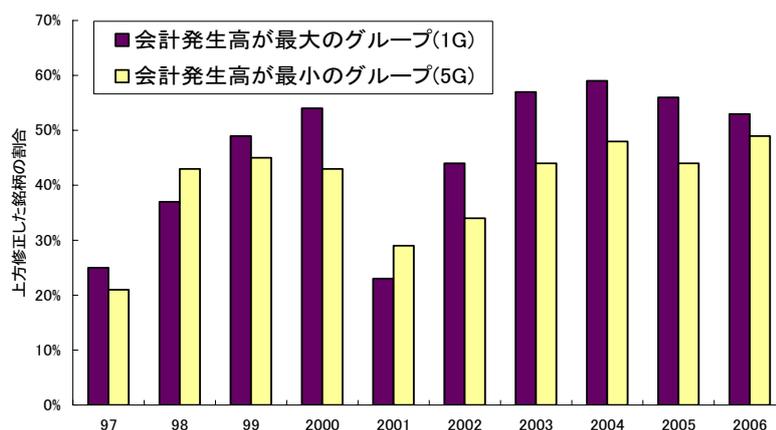
図表2: 業績上方修正銘柄の割合

最大G	44.8%
最小G	42.3%

(注) 対象期間 1997年~2006年

では、t期の会計発生高が大きい企業について、t期の期初予想はどうだったのだろうか。図表1の1Gと5Gについて、期初予想より実績が高かった、つまり上方修正した銘柄の割合をグラフにした(図表3)。

図表3: 実績が業績予想より高い銘柄の割合(年度別)



t期の期初予想に対してt期の実績が高い、即ち業績を上方修正した銘柄が多いことが見て取れる。企業が業績を上方修正したことにより、株式市場からポジティブな評価を得たかもしれないが、その実態は業績が実質的に好転したのではなく、利益調整行動による上方修正であった可能性が考えられる。もちろん、上方修正銘柄の全てが利益調整を行ったわけではないであろうが、『上方修正』というアナウンスを額面どおりに受け取ることは危険かもしれないということを示唆している。

間もなく、3月決算企業の08年度決算の発表時期だが、先行研究には、会計発生高が大きい企業ほどその後の株価リターンが低い、という実証結果がある。また、本稿の分析によれば、07年度の決算発表時に開示された業績予想に対して、08年度実績が『上方修正』となった企業ほど会計発生高が大きい可能性がある。ゆえに、『上方修正となりそうな銘柄』を抽出しておくことは、株式投資に役立つかもしれない。もっとも、08年度決算に関しては、昨秋以降の金融危機の影響が非常に大きく、『上方修正』企業は少ないことが予想されるので、『期初予想どおり』としている企業についても、同様のことが言えるかも知れない。(磐城 裕子)