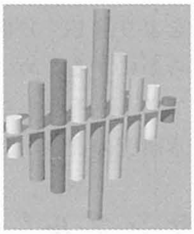
論文

業績予想における株価形成と企業特性



埼玉大学講師
円谷昭一

〈はじめに〉

東京証券取引所（以下，東証）は，「決算短信に関する研究会」（以下，研究会）の提言を受け，2007年３月期決算発表より新様式での決算短信の開示を求めている。新様式ではタイムリーな開示の観点から重要性の低い項目については開示を省き，一方で業績予想情報など投資家が重視していると考えられる項目の開示の拡充がなされている。

業績予想情報が投資家に重視されているという証拠は，研究会が行った『決算短信に関する一般投資家へのアンケート調査結果』（2006年３月）や同じく機関投資家に対して実施した『決算短信に関する機関投資家へのヒアリング調査結果』（2006年３月）から見てとれる。

業績予想情報が投資家にとって重要な情報であるということを裏返せば，企業にとっては業績予想が投資家との重要なコミュニケーション手段となっていることを意味する。しかしながら，企業の中には業績予想の開示に否定的な意見もあり，必ずしもコミュニケーション手段としての意義が理解されていないようである。

業績予想情報は投資家にとって重要ではあるが，それを公表する企業側には様々な対応の仕方があるようである。このことから，企業が行う投資家との自発的コミュニケーションの特徴とその背後にある経営者の意図を浮き彫りにするために，業績予想という切り口からの研究が有効である。ここに業績予想研究の意義が見出せる。

本研究では，企業による業績予想に着目し，それが株価形成に与える影響を検証する。企業による業績予想値の発表は東証によって要請されているものであり，その修正については『上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則の取扱い』の中で基準が示されている。そこでは，直前の予想値と比較して売上高については±10%以上，営業利益，経常利益，純利益では±30%以上の変動があった場合に業績予想の修正を行うことを求めている。しかしながら円谷［2007］が示すように，±30%や±10%という東証の基準に達していない場合でも企業は業績予想の修正を行っている。東証が定めた基準より小幅な変動であっても自発的に業績予想の修正を行っているのである。このことから，業績予想の修正の多くは企業による自発的ディスクロージャーであると考えられる。

Ⅰ 先行研究

証券会社や格付け機関のアナリストが事業会社の業績予想値を公表している米国とは異なり，わが国ではアナリストのほかにも企業自身が決算短信などを通じて当期の業績予想を発表している。太田［2006］は，「わが国では，他国に先駆けて経営者予想開示制度が古くから確立されており，企業が公表する予測情報に関しては，

その頻度や量において，米国のみならず他の諸外国を圧倒している。今後，この豊富な情報量を上手く生かせるリサーチ・デザインを構築できれば，他国に先んじる研究も可能であり，またその研究結果は他国にも貴重な示唆を与えるものと考えられる」（p.85）と述べている。

アナリスト予想と企業予想の双方が入手できるという点のほかにも，株式の売り買い推奨を行わない第三者的立場をとる東洋経済新報社などの記者予想が入手できることなどから，わが国企業を対象とした業績予想に関する研究が進んでいる。これらの研究は大きくわけて以下の3つに分類できると考えられる。まず，業績予想の発表を市場がどのように受け止めているかを検証した研究である。次に，業績予想値の精度を検証した研究である。さらには，業績予想の発表に際して経営者がとる利益調整（earnings management）に関する研究である。

これらの日米の研究の詳細なレビューは太田［2006］が行っているが，このうち比較的早い時期から日米で研究蓄積がなされてきたものが，業績予想と市場評価との関係を検証した研究である。たとえば河［1998］では，1．業績予想修正の公表は株価形成やポジション調整に影響を及ぼす，2．業績予想の修正は，東証1部企業よりも2部企業により大きなインパクトを与える，3．上期よりも下期の予想修正の方が株価により大きなインパクトを与える，4．業績予想の修正内容が良好（劣悪）であるほど，株価に正（負）の影響を及ぼすことなどが示されている。

わが国固有の制度である企業による業績予想はその頻度と量の多さもさることながら，業績予想を通じた経営者のインセンティブの解明など，わが国だからこそより深く検証することができる研究が多い。本研究は，業績予想の修正発表についてイベント・スタディを行い，企業が業績予想行動を通じてどのように株式市場とコミュニケーションを行い，市場との信頼関係を構築しようとしているかを明らかにしていく。

経営者が予想値を上回る実績値を達成するために，予想情報自体の修正と利益調整の双方を駆使していることは浅野［2007］などの研究で報告されている。しかしながら，企業の業績予想行動をより詳しく分析し，そこから企業の姿勢を明らかにするためにはさらなる研究蓄積が不可欠である。そうした研究蓄積に資するという点に本研究の貢献がある。

II サンプル

本研究のサンプルは2004年3月期から2007年3月期までの3月決算の全上場企業である。この中から米国会計基準採用企業(1)および分析期間における連続した業績予想情報が入手できなかった企業を除外した。データはAMSUSから入手している。

当期の業績予想値は前期末本決算の決算短信において初めて開示されるわけだが，本研究ではこの前期末本決算の短信によって開示される当期の連結業績予想値を期初予想と呼ぶ(2)。多くの企業は期初予想を発表しているものの，M&Aを控えている，市況変動が不安定，業務改善命令を受けている，規制緩和の動向が不透明，当期に持ち株会社化する，上場承認日に発表するなどの理由によって期初予想を発表していない企業はサンプルから除外した。さらには，連結での売上高，経常利益，純利益のうち，たとえば純利益だけは期初予想値を開示しないといったように開示項目が限定されているサンプルも除外した。その結果，最終的なサンプル数は1,932社×4年となった。なお本研究では，決算短信の中で開示される通期での売上高，経常利益，当期純利益の予想値に注目しており，1株当たり当期純利益については分析していない。

III 業績予想の修正状況

企業は，決算短信において期初予想値を発表

〔図表1〕 業績予想修正回数

	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期	2007年3月期	合計
売上高のみ	181回	165回	146回	201回	693回
経常利益のみ	35	33	40	41	149
純利益のみ	161	140	177	142	620
売上高＋経常利益	128	126	112	104	470
経常利益＋純利益	326	275	326	278	1,205
売上高＋純利益	89	78	90	58	315
すべて	2,217	2,266	2,155	2,138	8,776
合計 （1社当たり）	3,137 (1.62)	3,083 (1.60)	3,046 (1.58)	2,962 (1.53)	12,228 (1.58)

した後に，期中にて業績予想の修正を行う場合がある。期中での修正には第1四半期，中間決算，第3四半期で作成される決算短信の中で修正される場合と，それ以外の時点で適時開示情報として発表される場合とがある。まず，サンプルとした1,932社の業績予想の期中における修正の回数を，修正された項目別に示したのが**図表1**である。

図表1は，たとえば「売上高のみ」では売上高のみ予想値が修正され，経常利益と純利益は以前の発表値を据え置く場合である。2007年3月期を例にとると，売上高，経常利益，純利益すべてを同時に修正するケースが2,138回あり，次に多いのが経常利益と純利益のみを修正した278回である。分析期間4年間での1,932社の延べ修正回数は1万2,228回で，1社当たりの年間平均修正回数は1.58回である。

各年の1社当たりの平均修正回数は，2004年3月期が平均1.62回でその後は徐々に減少し，2007年3月期は1.53回となっている。これは必ずしも企業の自発的ディスクロージャーが後退したことを意味しない。たとえば，期初予想値の精度が向上すれば，期中での修正回数は減少すると考えられる。また，企業を取り巻くマクロ環境の変化が徐々に鈍化したために，予想値の修正を要するほどの業績変動要因が期中に生じなくなったとも考えられる。

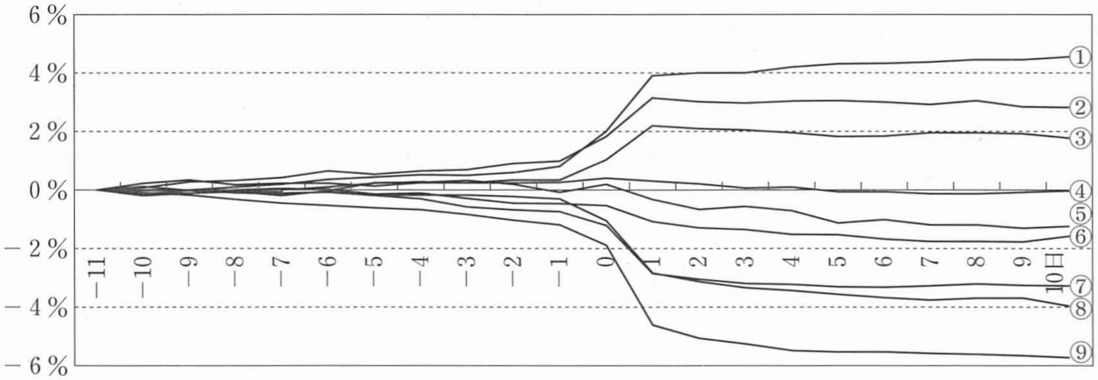
Ⅳ 業績予想修正に対する株価反応

図表1で示したように，サンプル企業の4年間の延べ業績修正回数は1万2,228回である。それぞれの修正発表日について株価反応を調べた。具体的には，市場リターン控除法により発表日前後10営業日の累積残差リターン（CAR）を算出した。本研究では月別のCARなどを分析しており，サンプル数の確保のために市場リターン控除法を採用している(3)。

まず個別銘柄の日次リターンを算出し，全国証券市場の1部上場企業はTOPIXの日次リターンを，全国証券市場の2部上場企業は東証第二部株価指数の日次リターンを，新興市場（マザーズ，JASDAQ，ヘラクレス）銘柄ではJASDAQインデックスの日次リターンをそれぞれ個別銘柄の日次リターンから控除する方法で残差リターンを算出している(4)。

1,932社が4年間に行った延べ1万2,228回の業績予想修正のうち，発表日前後10営業日の株価が完全に入手できたものは9,289サンプルであった。この9,289サンプルのうち，売上高に

〔図表2〕 業績修正時のCAR



① 増収・増益	④ 増収・維持	⑦ 増収・減益
② 維持・増益	⑤ 維持・維持	⑧ 維持・減益
③ 減収・増益	⑥ 減収・維持	⑨ 減収・減益

サンプル数		純利益		
		増益	維持	減益
売上高	増収	3,053	556	937
	維持	724	114	613
	減収	783	379	2,130

ついて［増収（上方修正），維持，減収（下方修正）］の3パターン，純利益について［増益（上方修正），維持，減益（下方修正）］の3パターンに分け，9つのマトリックスに分類してCARを示したのが**図表2**である。

10営業日までのCARは，［維持・維持］と［増収・維持］を除くすべての組み合わせで1％水準で有意にゼロと異なっている(5)。業績修正後の10営業日でのCARがもっとも高いのが［増収・増益］の業績予想修正であり，［維持・増益］，［減収・増益］と続いている。一方でCARがもっとも低くなるのが［減収・減益］であり，次いで低いのが［維持・減益］となる。なお，［維持・維持］というのは経常利益のみが修正されたために売上高と純利益は据え置かれたサンプルである。

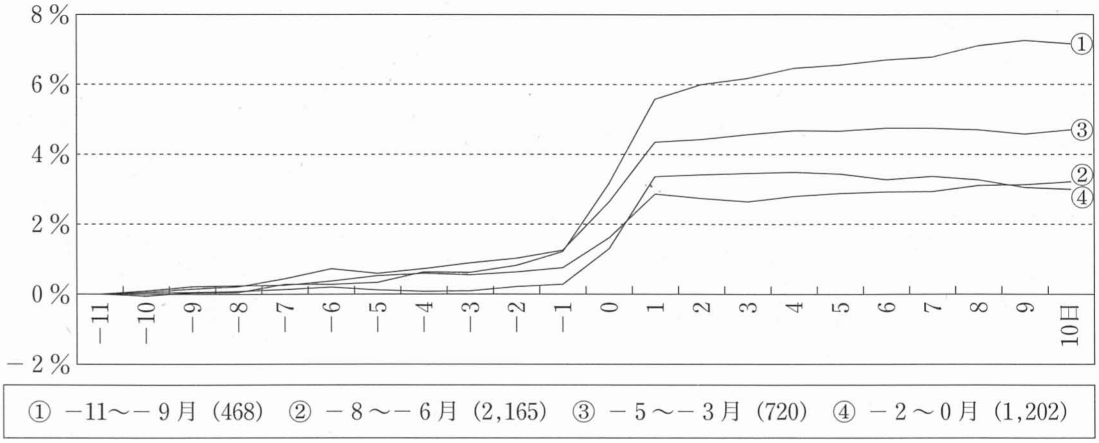
増益の業績予想修正についてプラスの残差リターンが，減益の修正についてはマイナスの残差リターンが生じることはすでに日米の実証研究で明らかにされているが，売上高の修正方向と純利益の修正方向の組み合わせによって市場での評価が異なることが分かる。市場は売上高の上方修正よりも，純利益の上方修正に対して高い評価を与え，一方でたとえ売上高が上方修正であっても，純利益が下方修正された場合にはペナルティを与えている。市場が注目している業績予想情報はとりわけ純利益であるといえよう(6)。

利益情報の予想値に注目しているのは投資家だけではない。経営者もまた，利益情報の予想値を重視しているという実証的証拠が日米の先行研究から得られている。浅野［2007］などでは，前期実績を上回る，アナリスト予想を上回る，赤字を回避するといったインセンティブを持った経営者が，利益調整とともに業績予想の期中での修正を活用していることが報告されている。そこで，純利益の予想値の修正をめぐる企業の特性と市場の評価をより深く検証する。

V 修正時期と株価反応

本節では，当期の実績発表月より何ヶ月前に行われた業績修正でCARがもっとも高くなるかを検証している。サンプル企業1,932社の

〔図表3〕 増益修正の発表月別 CAR



2007年3月期の決算発表月は，4月が277社，5月が1,654社，6月が1社であった。各社の決算発表月が異なるため，期末決算発表の何ヶ月前に行われた予想修正であるかという基準で分類をした。たとえば，5月に期末決算を発表した企業が11月に業績予想を修正した場合には，−6月での修正となる。また0月での修正とは，期末決算発表月と同じ月に駆け込み的に業績予想の修正を行っていることを意味しており，逆に−12月での発表とは，期初予想が発表された直後に業績予想が修正されることを意味する(7)。ただし，サンプル数が5しか確保できない−12月は分析対象が除外している。

図表3は期中に発表された業績予想修正のうち，純利益の上方修正（増益修正）に対するCARを，発表された月を3ヶ月ごとに区切って集計したものである（括弧内はサンプル数）。業績予想の修正は，中間決算短信の発表が含まれる−8〜−6月がもっとも多く，また，実績発表の直前となる−2〜0月での駆け込み的な予想修正が多く行われていることがわかる。なお，各CARともに10営業日での値は1%水準でゼロと有意に異なっている。

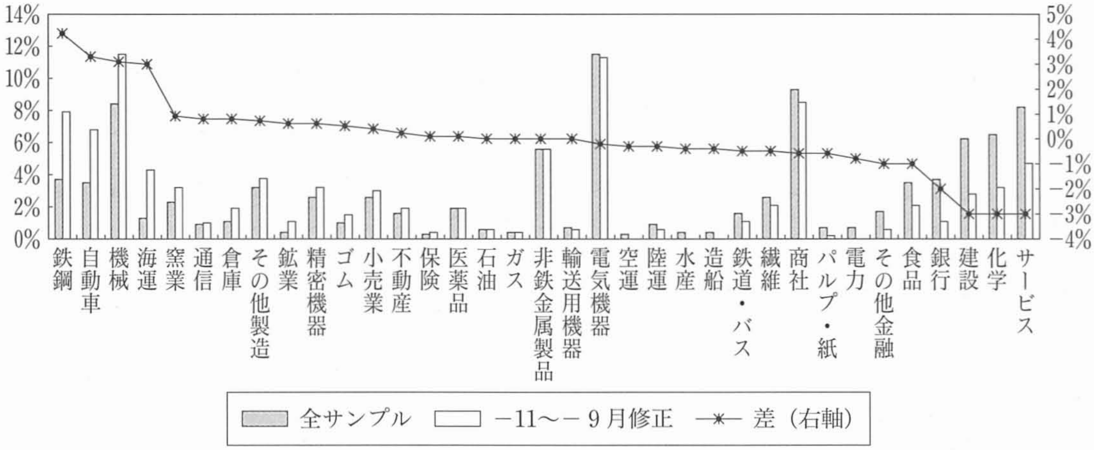
CARが高いのは期初に近い−11〜−9月での業績予想修正であり，逆にCARが低いのが中間決算の発表が含まれる−8〜−6月と，駆け込み修正となる−2〜0月での修正であった。河［1998］では，ファイリングの集中期よりも非集中期の方がより株価にインパクトを与えることが確かめられている。河［1998］では，ファイリング集中期には各社の中間決算発表により市場に流入する情報が多く，結果として解釈の不一致が生じることで株価へのインパクトが少なくなる，と述べられている。−8〜−6月での低CARはこの解釈と一貫するものである(8)。

一方で，発表月が上期か下期かという違いとCARの関係については河［1998］とは異なる結果となった。河［1998］では，上期の業績予想値は下期よりも不確実性が多く介在するために，株価に相対的に弱い影響しか与えないと主張している。つまり本研究における−5〜0月でのCARの方が−11〜−6月よりも大きくなるという主張である。

しかしながら図表3を見ると期初に近い時点（−11〜−9月）で発表された業績修正に市場が大きく反応し，逆に当期実績発表に近い駆け込み修正（−2〜0月）に対して市場は必ずしも高い評価を与えていない。

期初に近い時点では，当期の実績に関する情報量が少なく，株式市場よりも企業が保有する情報量が相対的に豊富であると考えられる。逆に実績発表に近い時点では，すでに3四半期分の決算が発表されており，通期の業績予想に関

〔図表4〕 **業績修正に占める各業種の割合**



する情報がかなり株式市場に蓄積されていると考えられる。期初時点での修正発表は市場により多くの新規情報をもたらすのに対し，駆け込み修正は新規情報量が相対的に劣っている可能性がある。このことが株価形成に与えるインパクトの違いにつながっていると考えられる。

Ⅵ 修正時期と業種特性の関係

−11〜−9月で発表される修正に対して市場は高い評価を与えているが，−11〜−9月に修正を発表する企業に何らかの特徴が見出せるであろうか。まずは上場している市場によって違いが見られるかを検証した。円谷［2007］では新興市場銘柄は期初予想値の精度が相対的に低いことが明らかにされている。したがって，精度が低い期初予想値を発表した新興市場銘柄が，期中の早い段階でより精度を高めるために業績修正を行う可能性がある。

全9,289サンプルの修正のうち，新興市場銘柄の修正が占める比率は10.0%，1部銘柄が75.4%，2部銘柄が14.6%である。これに対し−11〜−9月で行われた468サンプルの修正のうち，新興市場銘柄が占める割合は7.1%，1部銘柄が80.3%，2部銘柄が12.6%であった。つまり，−11〜−9月に修正を行うのは，期初予想値の精度が相対的に劣る新興市場銘柄ではなく，相対的に精度の高い1部銘柄であった。

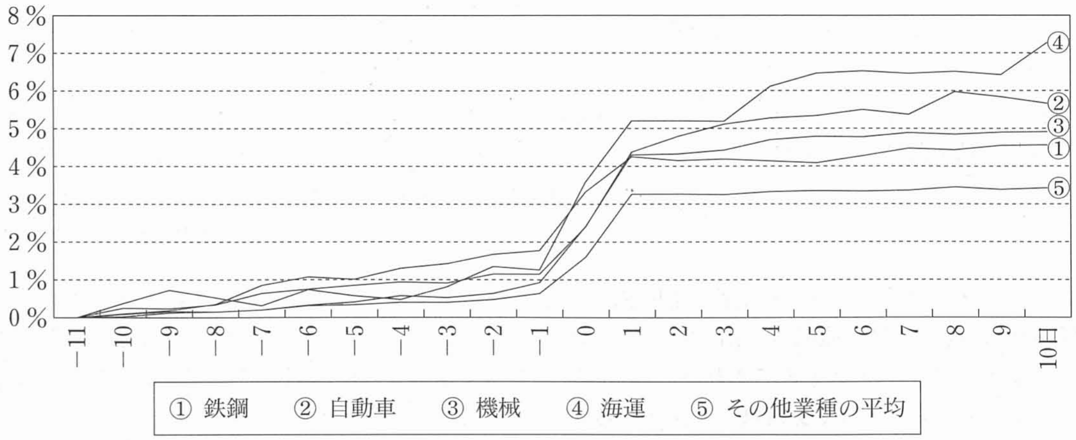
−11〜−9月での修正が1部銘柄で多いことをさらに検証するために，業種ごとに分類して再検証した。新興市場銘柄と1部銘柄では構成する業種が異なると考えられる。重厚長大株など，ほとんどが1部銘柄となっている特定業種に−11〜−9月での修正が多い可能性がある。

本研究では，日経業種中分類にしたがってサンプルを区分し，全9,289サンプルの修正に占める各業種の割合と，−11〜−9月で行われた468サンプルの修正に占める各業種の割合を比較した。**図表4**の棒グラフが各業種が占める比率であり，左軸がその値となっている。折れ線は全サンプルと−11〜−9月修正での比率の差であり，右軸がその値となっている。

図表4からは−11〜−9月に修正を行っている業界は，「鉄鋼（49社）」「自動車（62社）」「機械（149社）」「海運（15社）」が多いことが分かる。**図表5**はこれら4業種に属す企業が純利益を上方修正した場合のCARを示している。これら4業種は，その他業種の平均的なCARよりも高いリターンを獲得していることがわかる。

この4業種では，期初に近い時期に業績予想が修正される頻度が相対的に高く，さらには増益修正に対する市場の評価も高いという特徴がある。これら4業種の企業が早期に修正を行う

〔図表５〕　４業種とその他業種でのCAR



背景には，市場とのコミュニケーションを重視するという経営者の姿勢があるのではないであろうか。東証の修正基準にとらわれず，早い時期から業績修正を発表することで，市場にサプライズを与えることを回避しようとしているのではないであろうか。そうした積極的なコミュニケーション姿勢に対して，市場はより大きなリターンを与えている可能性がある。

Ⅶ　プロビット分析

これら４業種の企業が市場との積極的なコミュニケーションを目指しているかどうかを明らかにするために，業績予想に関する変数を組み込んだプロビット分析を行う。

被説明変数（IND）は，鉄鋼，自動車，機械，海運業の企業であれば「１」，そうでなければ「０」のダミー変数である。説明変数は，期初予想に関する変数，期中修正に関する変数，予想値と実績値の差異に関する変数をそれぞれ組み込んだ。

期初予想に関する説明変数は，売上高（FF_SL），経常利益（FF_OI），純利益（FF_NI）ごとに楽観予想であれば「１」，悲観予想であれば「０」のダミー変数である。楽観予想とは，当期実績値と比べて，期初にそれを上回る予想値を発表していることを指す。悲観予想はその逆で，実績値を下回る期初予想値を発表していることを指す。楽観予想の場合には，当期実績値が予想値を下回るというネガティブなサプライズを市場に与えることとなる。また，期中に業績を下方修正する可能性が高まり，これもネガティブなサプライズとなる。市場へのネガティブなサプライズを回避したいのであれば予想は悲観的になされると考えられる。したがって期初予想に関する各説明変数の期待符合はマイナスである。

期中予想に関する説明は，期中での業績予想の修正回数（TIMES），予想値の最終修正日から当期実績発表日までの日数（DAYS）である。市場との積極的なコミュニケーションを行う企業は，期中における業績修正をより多く行うことでサプライズを避けると考えられる。また，駆け込み的な修正を行わないことで市場との信頼関係を構築しようとするであろう。したがって，最終修正日と実績発表日までの日数が長くなると考えられる。期中での修正に関する２つの説明変数の期待符合はプラスである。

最後の説明変数は，最終予想値と当期実績値との関係である。最終予想値が実績値を上回っていた場合には，予想値が達成されなかったことを意味する（ネガティブ・サプライズ）。一方で最終予想値が当期実績を下回っている場合には，予想値が達成されたことを意味する（ポ

〔図表 6〕 分析結果

	切片	FF_SL	FF_OI	FF_NI	TIMES	DAYS	LFSL	LF_OI	LF_NI
予想		−	−	−	+	+	−	−	−
係数	−1.236	−0.441	−0.110	−0.090	0.195	0.505	−0.024	0.081	0.046
t 値	−15.92***	−9.45***	−2.01**	−1.73*	7.09***	1.93*	−0.50	1.56	0.93

*** 1％水準で有意　** 5％水準で有意　*10％水準で有意

Fraction of Correct Predictions＝0.858

ジティブ・サプライズ)。売上高（LF_SL），経常利益（LF_OI），純利益（LF_NI）についてネガティブ・サプライズであれば「1」，ポジティブ・サプライズであれば「0」となるダミー変数を組み込んだ。市場との信頼関係を保つために，企業はネガティブなサプライズを回避し，最終予想値を上回る実績値を発表すると考えられる。したがって最終予想値と当期実績値の関係に関する各説明変数の期待符合はマイナスである。

$$IND_{ti}=\alpha_0+\alpha_1 FF_SL_{it}+\alpha_2 FF_OI_{it}+\alpha_3 FF_NI_{it}+\alpha_4 TIMES_{it}+\alpha_5 DAYS_{it}+\alpha_6 LF_SL_{it}+\alpha_7 LF_OI_{it}+\alpha_8 LF_NI_{it}+\varepsilon_{it}$$

分析結果が**図表 6** である。有意となった変数はすべて符号が事前予想と一致した。これら 4 業種の期初予想値は売上高（t 値＝−9.45)，経常利益（t 値＝−2.01)，純利益（t 値＝−1.73）ともに他の業界よりも悲観的な予想を発表する企業が多い。これら 4 業種は，期初予想値を悲観的に発表することで，実績値が予想値を下回ることによる市場へのネガティブなサプライズを回避していると考えられる。

TIMES，DAYS ともに有意な結果となった。期中における修正の回数はその他の業種よりも多く，また，期末での駆け込み的な修正も行っていない。1％水準（t 値=7.09）で有意となった修正回数（TIMES）については，4 業種の平均が1.78回であるが，その他業種の平均は1.55回であった。これら 4 業種は修正回数を増やすことで，その他の業種よりも相対的に小さな予想変動をも発表している可能性がある。修正回数を増やすことで市場へのサプライズを避け，また駆け込み的な修正を行わないことによって市場との信頼関係を構築しようとしていると考えられる。

ただし，最終予想値と当期実績値の関係については有意な結果とはならなかった。したがって，実績値発表におけるネガティブ・サプライズをこれら 4 業種がその他の業種よりも回避できているとはいえない。

期初予想に関する変数と期中での修正に関する変数においては有意な結果を得ることができた。しかしながら，期初予想値においても過度に悲観的であることは結果的に予想値と実績値との誤差が拡大するため，市場にサプライズをあたえることになる。乙政・榎本［2007］では，企業が発表する業績予想の保守化が進んでいることが確かめられている。つまり，実績値よりも低く抑えられた期初予想を発表する企業が増えてきているという。その理由として，乙政・榎本［2007］は「市場の反応，株式所有構造，またはガバナンスの仕組みなどが説明要因として考えられるが，経営者は予想達成戦略を練り始めており，その実現を目指している可能性がうかがえる」(p.55）と述べている。

悲観的または楽観的な予想値を市場が見抜いたうえで株価が形成されているかについては村宮［2007］などが報告しているが，悲観的・楽観的な予想を発表する企業の特徴や経営者インセンティブなどをより詳細に分析し，市場がそれらを適切に評価しているかについては更なる研究が必要である。

Ⅷ　まとめと課題

本研究では，わが国固有の制度である企業による業績予想に着目し，業績予想の修正前後の株価形成を検証した。また，企業が業績予想行動を通じてどのように株式市場と対峙し，市場との信頼関係を構築しようとしているかをイベント・スタディによって明らかにすることを目的とした。

まず，市場は業績予想修正の内容を踏まえたうえで評価を行っている。もっとも高いCARは売上高，純利益ともに上方修正された場合であり，逆にもっとも低いCARとなったのが売上高，純利益ともに下方修正された発表においてであった。

市場はとりわけ純利益の修正に注目しているわけであるが，企業がどのように純利益の修正を行っているかをより詳しく分析するために，修正が発表された月とCARの関係をさぐった。修正の発表月と株価反応の関係については，一部の結果では先行研究とは異なり，期初予想値の発表後すぐに行われた増益修正に対して大きなプラスの株価反応が見られた。

早期に業績修正を行う企業の業種を調べた結果，鉄鋼，自動車，機械，海運業での早期修正が多く確認された。また，これら4業種が純利益を上方修正した場合には，その他の業種と比べてより大きなプラスの残差リターンが生じていた。

これら4業種は市場とのコミュニケーションを重視しており，その結果として市場からの評価が高い可能性がある。このことを確かめるためにプロビット分析を行った。分析の結果，これら4業種の期初予想値が悲観的であること，期中の修正を頻繁に行い，さらには期末の駆け込み的な修正を行っていないことなどが確かめられた。このことは，市場に対してネガティブなサプライズを与えることを回避し，積極的なコミュニケーションを通じて信頼関係を構築しようとする姿勢と見ることができよう。

しかしながら，なぜとりわけこの4業種が市場との積極的なコミュニケーションを行ってい

[redacted]

るか，そのインセンティブを解明する必要がある。先行研究では産業構造や企業の成長性と業績予想値に関係があることが報告されている。今後はこれらの要因を考慮に入れながら，より詳細に分析する必要がある。

このほかにも本研究にはいくつかの課題がある。業績の上方修正について主に取り上げたが，下方修正についても同様の検証を進める必要がある。また，悲観的・楽観的な予想を発表する企業の特徴や市場の反応については研究が進められているものの，経営者インセンティブなどいまだ解明されていない点も残っている。今後の研究課題としたい。

（注）

⑴ 米国会計基準採用は経常利益ではなく営業利益の予想値を開示しているためである。

⑵ 決算短信では中間決算と通期の予想情報がともに開示されるが，本研究では通期の予想情報のみを分析する。

⑶ 市場リターン控除法は理論的根拠に乏しく，河［1998］においても市場リターン控除法ではなく産業効果モデルが用いられている。しかしながら本研究では全上場企業をサンプルとしており，新興市場銘柄などでは株式売買の流動性が低い企業がある。取引が成立しない日が多い銘柄ではパラメータの推定が不安定となり，こうした企業をサンプルから除外した場合には十分なサンプル数が確保できない。このことから本研究ではパラメータの推定が不要な市場リターン控除法を採用した。

⑷ 1部市場と2部市場にわかれていない地方証券取引所の上場銘柄はすべて「1部」に含めている。また，マザーズ，JASDAQ，ヘラクレス以外の新興市場に上場している銘柄は本研究のサンプルには含まれていない。

⑸ ［維持・維持］のCARは10％水準であれば有意にゼロと異なっている。

⑹ 売上高と経常利益の組み合わせにおいても図表2と同様の結果が得られている。

⑺ たとえば，当期の実績発表が5月に行われ，前期の実績発表が4月に行われている場合などでは，−13月での修正発表ということがありうる。しかしながら本研究のサンプルでは−13月での修正サンプルはなかった。

⑻ 月ごとにCARを算出したが，−9月（第1四半期短信発表月），−3月（第3四半期短信発表月）ではこのような結果は得られなかった。

［参考文献］

Coller, M. and T. L. Yohn "Management Forcasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads," *Journal of Accounting Research*, Vol.35 No.2 Autumn 1997.

Conroy, R. M., R. S. Harris and Y. S. Park「日米アナリストの収益予想比較」『証券アナリストジャーナル』1996年3月号.

浅野敬志「経営者の業績予測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』第23号，2007年3月.

太田浩司「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』第54巻第1号，2006年7月.

――――「業績予想における経営者予想とアナリスト予想の役割」『証券アナリストジャーナル』Vol.45 No.8，2007年8月.

乙政正太・榎本正博「日本企業における経営者の業績予想の動向」『産業経理』Vol.67 No.1，2007年4月.

円谷昭一「インベスター・リレーションズ（IR）と業績予想の関係」『會計』第172巻第4号，2007年10月.

河　榮徳「業績予想の修正と資本市場の反応」『早稲田商学』第377号，1998年6月.

村宮克彦「経営者の予想バイアスと投資者の利益予測の困難性」日本会計研究学会第66回大会発表，2007年9月.