

# 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

阿 部 圭 司

## Financial characteristics of firms stopping earnings guidance and the effect on analyst's forecasts.

Abe Keiji

### Abstract

Japanese listed companies report their summary of accounts in accordance with the rule of exchange, and announce earnings guidance simultaneously. However, some firms stop providing earnings guidance (“stoppers”). The purpose of this paper is to investigate the difference between firms continue guiding (“announcers”) and stoppers. Descriptive statistics show that the market excess return of stoppers are lower than that of announcers and number of analyst following of stoppers are decline. The standard deviation of analyst's earnings forecasts and forecast error are expanded by manager's decision of guidance cessation.

### 1. はじめに

わが国においては、「決算短信」の中で業績予想の開示を求めるとい実務が長く行われている。これは記者クラブで行われていた慣行を取引所が引き継ぎ、制度化したもので、自発的な開示に留まる米国などと比較した場合、わが国の開示制度の特徴の1つと見なすことができるだろう。不確実性の増加する経済環境の中、有価証券報告書よりも早い時期に開示される決算短信の内容は、投資家の投資意思決定にとって重要な情報であるという認識から、この業績予想についても数値だけではなく、数値により示される予想に関する分析的な記述やレンジ形式での開示、開示対象の追加などの充実が図られてきた。現在では、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、1株当たり当期純利益、そして配当が予想項目として挙げられている。

ところで、2010年6月18日に閣議決定された「新成長戦略」の中で、金融市場に関する取り組み事項の1つとして、「取引所における業績予想開示の在り方の検討」が謳われた。翌7月20日には日本経団連が意見書を公表し、その中で業績予想の「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<sup>1</sup>。このような声を受けて、東京証券取引所は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する。この研究会での議論（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（2011））を経て、東証は2012年3月21日付けで上場企業の業績予想開示の柔軟化を発表し、2012年3月期決算に関する決算発表から適用された。林（2012）によれば、具体的な内容としては、(1) 決算短信の様式の見直し、(2) 現行実務の見直し、(3) 安易な開示の後退の防止、フェア・ディスクロージャーの確保に向けた対応の3点とされている。

言葉は厳しいが、この初めての「後退」による反響はどれくらいのものであろうか。東証の「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」によれば、1年目の2012年3月期決算については、決算短信発表時に業績予想の開示がない企業が1,704社中63社、翌2013年3月期決算については1,706社中61社に留まり、ともに対象において96%以上の企業が業績予想開示を行っていることから、現時点では大きな影響はないと見て良いだろう。業績予想開示を見送る理由は各社様々だが、経営環境の変化が激しく予想と実績の乖離が大きくなり易いため、「市場を混乱させたくない」というものが多い<sup>2</sup>。グローバル化の進んだ近年のわが国経済においては、業績予想の作成が困難であるという意見は産業界に多く、予想の困難性に加えて予想作成コスト、予想達成に対する投資家の期待と経営者の強迫観念、近視眼的経営の回避などを理由に業績予想を非開示とする企業が今後増加する可能性は高い。これらの意見はすべて企業側からのものであり、アナリストや投資家に代表される開示情報の利用者には与える影響については考慮されていない。本稿はこうした疑問に対し、実証分析によりその影響を検証するものである。

米国におけるディスクロージャーに関する実証研究のレビューとしてHealy and Palepu (2001) が良く知られている。ここでもいわゆるVoluntary disclosureがトピックの1つとして扱われているが、多くは自主的開示のメリットについての研究が取り上げられている。本稿での関心事である業績予想非開示に関する米国での先行研究としては、Houston, Lev, and Tucker (2010) とChen, Matsumoto, and Rajgopal (2011) がある。Houston et al. (2010) は222社の予想非開示企業と676社の開示継続企業を比較し、非開示企業は予想非開示とする前の期に利益が減少し赤字になる、株価が低迷する、アナリスト予想を達成できないなどの傾向があることを報告している。こうした財務状況、株価の低迷に加えて経営者の交代、アナリスト予想のちらばりの大きさ、訴訟リスクの高さなどが非開示となる要因となっていることを明らかにした。また、非開示による財務への影響では長期投資には変化はなく、研究開発費には増加が見られるが、その傾向は不確かである、アナリストへの影響では、非開示後にはアナリスト数が減少する、予想のちらばりが大きくなる、予想誤差が大きくなる、といった結果を得ている。Chen et al. (2011) では225社の予想非開示企業と818社の開示継続企業を比較している。彼らも非開示企業には利益の減少、株価の低迷といった業績低迷とアナリストによる予想の散らばりの大きさ、訴訟の有無などの特徴が見られることを報告して

1 (社)日本経済団体連合会、2010年7月20日、「財務報告に関わるわが国開示制度の見直しについて」。

2 日経産業新聞2006年5月10日記事「業績予想なぜ慎重」より。

いる。

日本市場における先行研究としては、奈良・野間（2013）がある。ここでは業績予想開示の柔軟化を受け、2012年3月期の決算短信にて業績予想を非開示とした34社について、時価総額または総資産により選ばれたコントロール・サンプル企業との比較が行われた<sup>3</sup>。分析では利益成長率、損失の有無、レバレッジ、簿価時価比率、アナリスト数が比較され、業績予想非開示企業は利益成長率の低さ、損失の計上、レバレッジが高い傾向にある一方、簿価時価比率が高いという特徴が明らかとなった。アナリスト予想については、非開示企業に対する予想の標準偏差が大きくなる、という傾向が報告されている。また、村宮（2011）は開示・非開示が情報の非対称性に与える影響について分析し、業績予想の開示企業は非開示企業と比較して情報の非対称性が小さくなることを発見している。

このように、米国での先行研究の結果では、業績予想の非開示は業績の低迷や低迷に繋がるリスクの存在、アナリスト予想のちらばりなどの要因が指摘されている。また、非開示による影響についてはアナリスト数の変化や予想のちらばりの拡大、予想誤差の拡大など、良い影響が出ているとはいえない結果が示されている。わが国における検証でも一部の内容ではあるが、同様の結果が報告されている。そこで、本稿では米国での先行研究を参考に、国内市場を対象に行われた先行研究を拡大し、業績予想を非開示とする企業の特徴について追試を行うと共に、業績予想を非開示とする要因とその影響に対する新たな知見が得られるかを調査する。具体的には（1）先行研究が1年間のみとした分析期間を2007年3月期から2013年3月期と拡大したこと、（2）先行研究で比較に用いられた財務指標に加えて市場からの評価を示す指標、株主構成に関する指標などを新たに追加したこと、（3）非開示となる要因の分析を試みたこと、（4）非開示となったことによる、当該企業の投資行動の変化およびアナリスト予想への影響を分析していることが本稿による貢献となる。

本稿の構成は以下のとおりである。続く2節では分析に用いるデータと分析に使用する変数、および仮説についての説明を行う。3節では非開示企業と開示企業の比較と非開示に至る要因の分析及び、非開示による財務面およびアナリスト予想への影響について分析する。最後の4節では本稿でのまとめと今後の課題について述べる。

## 2.分析データと変数

### 2.1.分析データ

分析対象となる業績予想非開示企業は日本経済新聞デジタルメディアが提供するNEEDS-Financial QUESTの業績予想（会社発表）決算実績履歴データベースから取得している。抽出の条件としては、先行研究である奈良・野間（2013）を参考に設定した。すなわち、（1）東証上場全社、（2）3月決算であること（かつ決算期変更がないこと）、（3）東証業種分類で銀行、証券・商品先

3 総資産基準ではコントロール・サンプルが取得できない企業1社を除いた33社。

物取引業、保険、その他金融、その他（REIT、信金中央金庫）を除く、(4) 2006年3月期の決算報告から2012年3月期の決算報告のうち、5月末の時点で業績予想が未開示<sup>4</sup>、である。また、比較分析のために業績開示を行うコントロール企業群を同データベースから取得した。本稿では奈良・野間（2013）にならい、同業種内で5月末における時価総額基準により選んでいる。この時点で、2012年3月期予想については分析対象から外した。これは、2012年3月期の業績予想を5月末までに開示していない企業が271社と多く、同じ業種でコントロール企業を設定することが難しいためである<sup>5</sup>。2012年3月期予想

以外にもコントロール企業を設定できない企業を除くことで、最終的な分析対象となる業績予想非開示企業は131社（コントロール企業と合わせると262社）となった<sup>6</sup>。

表1に予想対象となる決算期別にまとめた分析対象企業の業種別分布を示す。業績予想を開示しない企業数は2007年3月期から2009年3月期までは13から16社であるが、2010年以降は20社を超えるようになり、2013年3月期は42社にまで増加している。業種別に見ると、東証に上場する3月決算企業における業種別企業数（2013年3月期）の比率と比較して、予想非開示企業の業種はガラス・土石製品、鉄鋼、電気機器、精密機器、電気・

表1：分析対象企業と業種の分布

業種	予想対象となる決算期						合計
	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2013/03	
水産・農林業	0	0	0	0	0	0	0
鉱業	0	0	0	0	0	0	0
建設業	1	0	0	0	2	1	4
食料品	0	0	0	1	0	1	2
繊維製品	0	1	0	1	0	0	2
パルプ・紙	0	0	0	0	0	0	0
化学	0	0	0	3	1	4	8
医薬品	0	0	1	0	0	0	1
石油・石炭製品	0	0	0	0	0	0	0
ゴム製品	0	0	0	0	0	0	0
ガラス・土石製品	1	0	1	2	1	2	7
鉄鋼	0	0	1	1	2	4	8
非鉄金属	0	0	0	0	0	0	0
金属製品	0	0	0	0	1	0	1
機械	2	1	0	2	1	1	7
電気機器	1	1	2	4	4	7	19
輸送用機器	0	1	0	0	0	0	1
精密機器	1	1	1	2	1	2	8
その他製品	0	0	0	0	0	0	0
電気・ガス業	0	0	0	1	0	7	8
陸運業	0	0	0	0	0	0	0
空運業	0	0	0	0	0	0	0
倉庫・輸送関連業	0	0	0	0	0	0	0
情報・通信業	3	6	3	4	3	5	24
卸売業	2	1	1	0	0	1	5
小売業	2	1	2	3	1	1	10
不動産業	1	0	0	0	1	1	3
サービス業	2	1	1	1	3	5	13
合計	16	14	13	25	21	42	131

注：分析対象の抽出は(1) 東証上場全社、(2) 3月決算であること（かつ決算期変更がないこと）、(3) 東証業種分類で銀行、証券・商品先物取引業、保険、その他金融、その他を除く、(4) 2006年3月期の決算報告から2012年3月期の決算報告のうち、5月末の時点で業績予想が未開示であるものとした。

4 分析開始時点として2006年3月期決算の報告からとしたのは、2006年3月の改定により次期の業績予想の開示対象に営業利益が追加、業績予想非開示の場合の取り扱いの明確化されるなど、今回の見直し前の条件が統一されているためである。

5 すべての企業を確認している訳ではないが、これは2011年3月に発生した東日本大震災の影響であると思われる。

6 同業種内で時価総額によりソートし、分析対象企業にもっとも近い企業をコントロール企業とした。異なる対象企業が同一のコントロール企業を対象とした場合、あるいは他の対象企業がコントロール企業の候補となった場合、次順位の企業を選択する等の調整を行っている。これ以上の調整が付かない場合、コントロール企業の選定を断念した。この結果、サンプルから除かれた企業は2011年3月期対象が2社（共に鉄鋼）、2013年3月期対象が2社（鉄鋼、電力）である。

ガス、情報・通信、サービスの各業種で高い。特に、情報・通信、電気機器で高く、次いで電気・ガス、精密機器と続いている。電気・ガス業では2010年3月期の1社を除くすべてが電力会社であることを考慮すると、市場での競争が激しい業種で業績予想が見送られているのが分かる。

また、後述する分析に使用する変数を計算するため、財務、株価、大株主データを同じくNEEDS-Financial QUESTより、またアナリスト予想に関するデータをアイフィスジャパンが提供するIFIS Consensus Dataから得た。

## 2.2.分析に用いる変数

本稿での検証においては、先行研究を参考に以下の変数を設定した。かっこ内は変数名である。

### 2.2.1.業績予想非開示・開示の区別

まず、分析対象企業を予想非開示・開示を区別する目的で導入する。これは業績予想を開示していない場合に1を、開示している場合には0を取るダミー変数である（STOP）。次に継続して業績予想の非開示をしているかを区別する変数を導入する。これは前期から引き続き業績予想が非開示の場合に1を、そうでなければ（すなわち、新規に予想非開示であれば）0を取るダミー変数である（Stopping）<sup>7</sup>。

### 2.2.2.業績、財務体質の変化に関する指標

業績、財務体質の変化に関する指標として5つ導入する。1つ目は1株当たり利益の変化である。具体的には、前年度当期利益から2期前の当期利益を引いたものを前年度の3月末の時価総額で割ったものを用いる（ $\Delta$ EPS）。2つ目は利益成長率として、前年度当期利益から2期前の当期利益を引いたものを前年度の総資産額で割ったものを用いる（ $\Delta$ Earnings(-1)）。この2変数によりEPSの変化とROAの変化を追う。また、業績予想の対象として利益以外に売上高を加えることにする。ここでは売上高成長率として、2期前の売上高から前年度の売上高の変化率を用いる（ $\Delta$ Sales）。4つ目は損失の有無である。前年度の当期利益の符号を見る。赤字、すなわちマイナスの場合1を、そうでない場合は0を取るダミー変数として設定した（Loss(-1)）。5つ目には財務体質の変化に関する指標としてレバレッジを導入する。これは前期純資産に対する前期総負債の割合である（Lever）。最後に、業績予想時には未実現の指標ではあるが、利益成長率、損失ダミーに関しては業績予想対象年度の結果についても用意した（それぞれ $\Delta$ Earnings(0)、Loss(0)）。利益成長率、損失ダミー、レバレッジは奈良・野間（2013）と同じ変数、その他は本稿で新たに追加した変数である。

<sup>7</sup> この変数作成のため、本稿での分析対象からは外れてはいるが、2005年3月期決算及び2012年3月期決算報告時の業績予想データも参照した。



### 2.2.3.市場からの評価に関する指標

市場からの評価に関して2つの指標を導入する。1つは簿価時価比率である。前期純資産に対する3月末時価総額の割合とした(BtoM)。時価を分母に取っているため、この数値が小さいほど市場では高い評価、あるいは割高となっていることを意味する。次に市場超過リターンである。これは、前年12月末から5月末にかけての、当該銘柄の6か月間のBuy-and-Holdリターンである。ここから同時期のTOPIXリターンを控除し、超過リターンとして表している(Ret)。

先行研究においては業績予想が非開示となる前に、業績の悪化、あるいは市場からの評価の低下が観察されている。これに従い、本稿では以下の仮説を設定する。

$H_0^1$ : 業績予想が非開示となる要因として、企業の業績悪化または市場からの評価の低下がある

### 2.2.4.情報を保有する投資家の存在に関する指標

業績予想を行う経営者の意思決定に影響を与える要因として、情報を保有する投資家の存在を考慮する。ここでは機関投資家とアナリストの存在を指標として採用する。

企業内部、すなわち株主に関する指標として、機関投資家による持株比率の変化を用いる。これは2期前から前期にかけての株主構成のうち、機関投資家が占める割合の変化とした( $\Delta Pinst$ )。機関投資家は、大株主データベースに掲載されている株主の持ち株比率から銀行、保険、証券、その他金融機関、外国会社・外国人、その他に該当するものの合計とする。

次に企業外部、アナリストに関する変数として2つを導入する。まず、5月末における当該企業をカバーするアナリスト数である。アナリストが付いていない場合は0とした(AF)。2つ目はアナリスト数の変化である。これは前期5月末から今期5月末にかけてのアナリスト数の増減で表した( $\Delta AF$ )。

アナリストや機関投資家は一般的な投資家と比べて情報優位な立場にあり、また経営者に対して情報の開示を強く求める傾向にある。彼らのウエイトの減少は、経営者にとって業績予想の開示を行う動機付けを弱めることに繋がるだろう。そこで、以下の仮説を設定する。

$H_0^2$ : 業績予想が非開示となる要因として、情報を保有する投資家の減少がある

### 2.2.5.長期的投資に関する指標

長期的投資に関する指標は、予想非開示の影響を見るために導入する。まず、設備投資及び資本的支出の代理変数として、前期総資産額で基準化した前期から今期にかけての固定資産の増減額を用いる( $\Delta Capx$ )。次に、研究開発費への影響を見るために、前期総資産額で基準化した、前期から今期にかけての研究開発費の増減額を用いる( $\Delta R\&D$ )。研究開発費のデータがデータベースに記載されていない企業については分析から除いている。業績予想開示制度の見直しを求める意見の中には、予想値の達成にこだわることで近視眼的な経営に陥る可能性について述べているものがある

る。このような主張が正しいのであれば、非開示とすることで、長期的な投資が充実することが予想される。そこで、以下の仮説を設定する。

$H_0^3$ : 業績予想非開示により、企業の長期的投資が重視されるようになる

## 2.2.6. アナリスト予想に関する指標

同じく予想非開示の影響を見るため、アナリスト予想に関する指標を8つ導入する。まず、利益、売上高予想に対する予想誤差である。それぞれ当期利益（売上高）予想と翌年3月の当期利益（売上高）の差を5月末の時価総額で基準化した（FE\_Sales、FE\_Earnings）。さらにアナリスト予想と実績値との関係を見るために、予想した当期利益（売上高）を達成したかどうかを区別する変数を導入する。前年度の当期利益（売上高）がアナリストによる予想を達成できていなければ1、そうでないならば0を取るダミー変数である（MBEF、MBSF）。最後に、アナリスト予想の標準偏差として4つの変数を導入した。過去の実績として、前期の売上高、当期利益に対する予想の標準偏差（Std\_Sales(-1)、Std\_Earnings(-1)）と、今期予想が受ける影響としての売上高、当期利益に対する予想の標準偏差（Std\_Sales(0)、Std\_Earnings(0)）である。今期、前期の予想はそれぞれ、その前の期の総資産額で基準化している。このアナリスト予想に関する8つの変数では、いわゆるコンセンサス予想を分析対象とするため、2名以上のアナリストがカバーしている企業のみを分析対象としている。太田（2007）では、わが国のアナリスト予想は経営者予想に大きく影響を受けているという結果が示されている。この結果に従えば、業績予想が非開示となることで、アナリストによる予想の精度は悪化することが予想される。そこで、以下の仮説を設定する。

$H_0^4$ : 業績予想非開示により、基礎となる情報を失ったアナリストによる予想精度は悪化する

## 3. 分析結果とその含意

### 3.1. 業績予想非開示の要因分析

#### 3.1.1. 予想非開示前の業績、財務体質に関する分析

前節で設定した仮説を検証するために、業績や財務体質など12の変数について基本統計量を求め、非開示企業と開示を行っているコントロール企業との間で差異が生じているかをパラメトリック（対応のあるt検定）、ノンパラメトリック（Wilcoxon符号付順位和検定及び独立性の検定）両方の手法を用いて検証した<sup>8</sup>。検証結果をまとめたものが表2となる。表2では全標本と変数stoppingにより区分される予想非開示を新規に行ったグループと、継続して非開示となっているグループの計3つのパネルが示されている。

8 以降の分析を含めて、分析にはすべてIBM SPSS Ver.21を使用した。

表2:業績予想非開示・開示企業における財務指標の基本統計量及び差異に関する検定結果

変数	非開示企業		開示企業		t	Z
	平均値	中央値	平均値	中央値		
$\Delta EPS$	-0.0825	-0.0016	-0.0105	-0.0084	-1.990**	-0.802
$\Delta Earnings (-I)$	-0.0042	-0.0024	0.0217	-0.0040	-0.983	-0.554
$\Delta Earnings (O)$	0.0617	0.0102	0.0086	0.0075	1.972*	-0.770
$\Delta Sales$	0.0398	0.0033	-0.0197	0.0095	2.074**	-1.916*
$Loss (-I)$	0.3359		0.2901		$\chi^2=0.639$	
$Loss (O)$	0.3130		0.2214		$\chi^2=2.807$	
<i>Lever</i>	1.6021	0.5851	1.4510	0.9252	0.453	-1.135
<i>BtoM</i>	0.9311	0.7284	1.1016	0.9185	-2.122**	-2.235**
<i>Ret</i>	-0.0572	-0.0281	0.0768	-0.0021	-2.522**	-2.313**
$\Delta Pinst$	0.0070	0.0015	0.0080	0.0054	-0.180	-0.482
$\Delta AF$	-0.1374	0.0000	0.2290	0.0000	-1.828*	-1.690*
<i>AF</i>	4.5573	1.0000	4.2214	1.0000	1.081	-1.474
パネルB:新規非開示 (stopping=0, 標本数69)						
$\Delta EPS$	-0.1293	-0.0252	-0.0065	-0.0222	-1.944*	-1.049
$\Delta Earnings (-I)$	-0.0330	-0.0116	0.0291	-0.0068	-1.326	-0.338
$\Delta Earnings (O)$	0.0645	0.0102	0.0037	0.0089	1.709*	-0.427
$\Delta Sales$	0.0381	-0.0050	-0.0487	-0.0075	2.236**	-2.090*
$Loss (-I)$	0.4058		0.3768		$\chi^2=0.122$	
$Loss (O)$	0.4058		0.3043		$\chi^2=1.551$	
<i>Lever</i>	2.1457	0.8611	1.5167	0.9252	1.256	-0.260
<i>BtoM</i>	1.1391	1.0113	1.3453	1.1338	-1.557	-1.641
<i>Ret</i>	-0.0305	-0.0065	0.0606	-0.0019	-1.824*	-1.277
$\Delta Pinst$	0.0033	0.0006	0.0058	0.0036	-0.352	-0.323
$\Delta AF$	0.0725	0.0000	0.0145	0.0000	0.250	-0.039
<i>AF</i>	3.1449	1.0000	2.6812	0.0000	1.151	-1.237
パネルC:連続非開示 (stopping=1, 標本数62)						
$\Delta EPS$	-0.0305	0.0044	-0.0149	-0.0045	-0.534	-0.081
$\Delta Earnings (-I)$	0.0279	0.0131	0.0134	-0.0025	0.783	-1.287
$\Delta Earnings (O)$	0.0586	0.0097	0.0140	0.0063	1.083	-0.796
$\Delta Sales$	0.0418	0.0148	0.0126	0.0354	0.685	-0.578
$Loss (-I)$	0.2581		0.1935		$\chi^2=0.738$	
$Loss (O)$	0.2097		0.1290		$\chi^2=1.433$	
<i>Lever</i>	0.9973	0.4567	1.3778	0.9248	-0.894	-1.995**
<i>BtoM</i>	0.6995	0.5411	0.8305	0.7652	-1.533	-1.462
<i>Ret</i>	-0.0869	-0.0436	0.0949	-0.0071	-1.860*	-1.960**
$\Delta Pinst$	0.0110	0.0034	0.0104	0.0076	0.069	-0.361
$\Delta AF$	-0.3710	0.0000	0.4677	0.0000	-2.559**	-2.105**
<i>AF</i>	6.1290	2.5000	5.9355	4.0000	0.401	-0.920

注:変数名とその定義については2.2節を参照。tは対応のあるt検定のt値、ZはWilcoxon符号付順位和検定のZ値、 $\chi^2$ は損失の有無と開示の有無に関する独立性の検定の結果を表す。\*は10%、\*\*は5%、\*\*\*は1%水準で非開示企業群と開示企業群との間に平均値ないし中央値に有意な差があることを意味する。

まず初めに先行研究で指摘されている業績の悪化を確認する。パネルA、Bでは売上高の変化 ( $\Delta Sales$ ) に有意な差が観察されているが、開示企業群の方が平均値で減少しているという結果となっている。一方、中央値では10%と弱い水準ながら、パネルAでは開示企業群が高く、パネルBでは逆に低いという結果となり、解釈には不明瞭な点が多い。次に、平均値のみではあるが、パネルA



とBにおいて非開示企業群は1株当たり利益の変化（ $\Delta$ EPS）で大きく減少していることが観察された。利益成長率（ $\Delta$ Earnings(-1)）では連続して非開示を選択したパネルCの企業群を除いて、非開示企業は低い値を取っている。このように先行研究が指摘する傾向は一部に認められるが、有意な差は存在しなかった。

次に市場からの評価を確認する。表のパネルAからは、簿価時価比率（BtoM）、市場超過リターン（Ret）の2変数で5%の有意水準にて非開示企業と開示企業との間に差が存在することが、平均値と中央値の両方で観察された。簿価時価比率では平均値、中央値ともに開示企業群が高く、奈良・野間（2013）と同様の傾向が確認できた。市場超過リターンも開示企業群が高く、米国市場での検証結果と同一の傾向にあることが確認できた。総じて市場による非開示企業に対する直近の評価は、株価パフォーマンスの面で低く、それにもかかわらず簿価時価比率からはまだ割高な状態にある、と解釈することができる。市場超過リターンの傾向は、平均値では弱いながらもパネルB、C両方で観察される。パネルCでは中央値についても有意な水準で差が認められた。簿価時価比率についてはパネルB、Cでは観察されなかった。市場からの低評価は業績の悪化を予見していたのかを確認するために、決算短信公表時には未実現値ではあるが、今期の利益成長率（ $\Delta$ Earnings(0)）と損失ダミー（Loss(0)）を求めているが、パネルAからCまでを通じて業績予想の開示、非開示で有意な差は観察されていない。有意ではないが、むしろ非開示企業の方が平均値、中央値を通じて高い水準にある。また、表には掲載していないが、ばらつきを示す標準偏差は非開示企業群の方が大きい傾向にあった。株価の低下と業績の乱高下が関連している可能性は否定できないが、今回の分析では詳細は明らかにはできなかった。

他の変数では、パネルAではアナリスト数の変化（ $\Delta$ AF）で平均値と中央値ともに弱いながらも差が存在し、非開示となった企業をカバーするアナリストが減少していることが分かった。この傾向は継続して非開示としている企業群であるパネルCでより強く現れている一方、パネルBでは有意な差は見出せなかった。

表2の分析結果からは、業績予想の非開示企業群に対しては市場からの低評価がすでに下されている、という結論を得ることができた。また、その影響かは不明だが、当該企業をカバーするアナリストが減少していることが分かった。一方、業績が悪化しているという明確な傾向は確認できなかった。

### 3.1.2. ロジスティック回帰による業績予想非開示の要因分析

次に、業績予想非開示となる要因について検証を行う。従属変数となる変数STOPは予想非開示の場合に1、開示の場合には0を取るダミー変数であるため、Houston et al. (2010) にならい以下の(1)式で示される独立変数を用いたロジスティック回帰により係数を推計した。標本数については先の131社の非開示・開示企業のペアを用いるため、262社となる<sup>9</sup>。

9 推計に先立ち変数間の相関係数を求め、多重共線性の可能性が低いことを確認している。ただし、 $\Delta$ Earnings と  $\Delta$ EPS の相関係数は0.945 と高く、多重共線性が予想されるため、同時には投入していない。また、変数を入れ替えた結果はほとんど変わらないため、 $\Delta$ EPS を用いた結果は省略している。以降の分析においても同様である。

$$STOP = \beta_0 + \beta_1 \Delta Earnings(-1) + \beta_2 \Delta Sales + \beta_3 Loss(-1) + \beta_4 Lever + \beta_5 BtoM \\ + \beta_6 Ret + \beta_7 \Delta Pinst + \beta_8 \Delta AF + \beta_9 AF + \beta_{10} Stopping \quad (1)$$

仮説 $H_0^1$ 及び $H_0^2$ に従えば、(1)式において損失の有無を示すLoss(-1)とレバレッジ(Lever)の係数は正、それ以外の変数の係数は負となることが予想される。推計結果を表3に示す。モデルの全体的な当てはまりは0.100と高くはないが、市場超過リターン(Ret)とアナリスト数の変化( $\Delta AF$ )の2変数において、5%の水準で有意な変数であるとの結果を得た。符号の向きもともに負で整合的であり、Houston et al. (2010)による結果と同様である。この結果から、市場からの評価及びカバーするアナリスト数の変化が非開示となる要因となっていることが示された。業績の変化は売上高変化( $\Delta Sales$ )が10%と弱い水準ではあるが、有意な係数でとなった。しかしながら、符号の向きは事前の予想と逆となり解釈は難しい。その他の業績の変化を示す変数は有意とはならず、業績の悪化が予想の非開示の要因とはなっていないことが判明した。

表3:業績予想非開示の要因分析

独立変数	係数	$\chi^2$
<i>Intercept</i>	0.0134	0.002
<i><math>\Delta Earnings(-1)</math></i>	0.1449	0.053
<i><math>\Delta Sales</math></i>	0.9721	3.156*
<i>Loss(-1)</i>	0.4079	1.667
<i>Lever</i>	0.0038	0.007
<i>BtoM</i>	-0.2217	1.615
<i>Ret</i>	-1.2244	5.615**
<i><math>\Delta Pinst</math></i>	-0.8581	0.125
<i><math>\Delta AF</math></i>	-0.1879	5.266**
<i>AF</i>	0.0331	1.492
<i>Stopping</i>	-0.1443	0.304
pseudo-R <sup>2</sup>	0.100	
標本数	262	

注:変数名とその定義については2.2節を参照。 $\chi^2$ はWald検定による $\chi^2$ 値を表す。  
\*は10%、\*\*は5%、\*\*\*は1%水準で各係数が有意な変数であることを意味する。

### 3.2.業績予想非開示の影響に関する分析

#### 3.2.1.経営の視点が変化するか

視点を变えて、業績予想を非開示としたことによる影響について分析を行う。ここでは仮説 $H_0^3$ に従い、資本支出の代理変数としての固定資産増分( $\Delta Capx$ )、研究開発費の増分( $\Delta R\&D$ )について、基本統計量の算出及びコントロール企業との差を検証した。結果を表4のパネルAからCに示す。データベースから研究開発費の数値が得られない標本については欠損値として分析対象から外している。このため、研究開発費に関しては元の131社から79社に減少している。表4から分かるように、固定資産増分については非開示企業群の方が大きな値を示しているが、全標本ならびに新規非開示、非開示継続に分けた標本においても有意な差は確認できなかった。研究開発費の増分についても有意な差は確認できず、業績予想の非開示直後では長期的投資が増加している傾向は観察されなかった。

次に、手法を変えて固定資産増分、研究開発費の増分を従属変数とし、業績予想開示の有無を含む以下の(2)式で示される独立変数を用いた2つの回帰式により係数を推計した。仮説 $H_0^3$ に従えば、業績予想開示の有無を示す変数STOPは正の符号となると予想される。推計結果は表5に示されている。

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（阿部）

$$y = \beta_0 + \beta_1 STOP + \beta_2 \Delta Earnings(-1) + \beta_3 \Delta Sales + \beta_4 Loss(-1) + \beta_5 Lever + \beta_6 BtoM + \beta_7 Ret + \beta_8 \Delta Pinst + \beta_9 \Delta AF + \beta_{10} AF + \beta_{11} Stopping \quad (2)$$

$$y = \{\Delta Capx, \Delta R\&D\}$$

表4：業績予想非開示の長期的投資への影響に関する分析

パネルA：全標本

変数	標本数	非開示企業		開示企業		t	Z
		平均値	中央値	平均値	中央値		
$\Delta Capx$	131	0.0446	0.0070	0.0094	-0.0008	1.481	-0.604
$\Delta R\&D$	79	-0.0019	-0.0001	-0.0031	0.0000	0.475	-0.425
パネルB：新規非開示							
$\Delta Capx$	69	0.0367	-0.0014	-0.0144	-0.0119	1.577	-1.019
$\Delta R\&D$	35	-0.0025	-0.0001	-0.0047	-0.0001	0.616	-0.819
パネルC：連続非開示							
$\Delta Capx$	62	0.0534	0.0107	0.0359	0.0207	0.499	-0.207
$\Delta R\&D$	44	-0.0015	0.0000	-0.0004	0.0002	-0.308	-0.198

注：変数名とその定義については2.2節を参照。tは対応のあるt検定のt値、ZはWilcoxon符号付順位和検定のZ値、 $\chi^2$ は損失の有無と開示の有無に対する独立性の検定の結果を表す。\*は10%、\*\*は5%、\*\*\*は1%水準で非開示企業群と開示企業群との間に平均値ないし中央値に有意な差があることを意味する。

表5：業績予想非開示の長期的投資への影響に関する回帰分析

独立変数	従属変数： $\Delta Capx$		従属変数： $\Delta R\&D$	
	係数	t	係数	t
<i>Intercept</i>	0.0620	2.035 **	0.0003	0.099
<i>STOP</i>	0.0338	1.465	0.0011	0.482
$\Delta Earnings(-1)$	0.0682	1.288	0.0058	0.452
$\Delta Sales$	0.0684	1.491	0.0079	1.687 *
$Loss(-1)$	-0.0809	-2.971 ***	-0.0071	-2.666 ***
<i>Lever</i>	-0.0020	-0.515	0.0001	0.284
<i>BtoM</i>	-0.0236	-1.615	-0.0001	-0.091
<i>Ret</i>	0.0029	0.101	0.0083	1.891 *
$\Delta Pinst$	0.8574	4.078 ***	0.0018	0.089
$\Delta AF$	-0.0025	-0.355	-0.0003	-0.494
<i>AF</i>	-0.0017	-0.730	-0.0001	-0.384
<i>Stopping</i>	0.0008	0.037	-0.0008	-0.363
Adj.R <sup>2</sup>	0.113		0.039	
標本数	262		189	

注：変数名とその定義については2.2節を参照。\*は10%、\*\*は5%、\*\*\*は1%水準で各係数が有意な変数であることを意味する。

固定資産の増分（ $\Delta Capx$ ）に対する回帰式では、前期損失の有無（ $Loss(-1)$ ）と機関投資家の持株比率の変化（ $\Delta Pinst$ ）がともに1%の水準で有意な係数であるとの結果を得た。研究開発費の増分（ $\Delta R\&D$ ）に対する回帰式では、固定資産の増分と同様に損失の有無が1%の水準で有意であるという結果を得た。また、10%の有意水準と弱い結果であるが、売上高の変化（ $\Delta Sales$ ）と市

表6：業績予想非開示・開示企業に対するアナリスト予想の基本統計量及び差異に関する検定結果

変数	パネルA：全標本 (標本数53)				t	Z
	非開示企業		開示企業			
	平均値	中央値	平均値	中央値		
<i>Std_Sales</i> (0)	0.0511	0.0350	0.0206	0.0169	2.747 ***	-4.289 ***
<i>Std_Sales</i> (-1)	0.0338	0.0203	0.0319	0.0211	0.241	-0.500
<i>Std_Earnings</i> (0)	0.0142	0.0094	0.0046	0.0041	3.925 ***	-5.307 ***
<i>Std_Earnings</i> (-1)	0.0095	0.0067	0.0049	0.0041	3.393 ***	-3.457 ***
<i>FE_Earnings</i>	0.0319	0.0048	-0.0097	-0.0030	1.643	-1.917 *
<i>FE_Sales</i>	0.0607	0.0068	0.0401	0.0069	0.733	-0.084
<i>MBEF</i>	0.6981		0.5283		$\chi^2=3.222^*$	
<i>MBSF</i>	0.5283		0.5472		$\chi^2=0.038$	
パネルB：新規非開示 (stopping=0, 標本数20)						
<i>Std_Sales</i> (0)	0.0653	0.0398	0.0247	0.0171	1.795 *	-2.165 **
<i>Std_Sales</i> (-1)	0.0363	0.0164	0.0337	0.0295	0.174	-0.971
<i>Std_Earnings</i> (0)	0.0170	0.0123	0.0048	0.0042	2.170 **	-3.173 ***
<i>Std_Earnings</i> (-1)	0.0064	0.0041	0.0046	0.0034	0.868	-0.672
<i>FE_Earnings</i>	-0.0007	-0.0037	0.0002	0.0030	-0.044	-0.672
<i>FE_Sales</i>	0.0794	0.0158	0.0586	0.0106	0.433	-0.187
<i>MBEF</i>	0.7500		0.6000		$\chi^2=1.026$	
<i>MBSF</i>	0.5000		0.7000		$\chi^2=1.667$	
パネルC：連続非開示 (stopping=1, 標本数33)						
<i>Std_Sales</i> (0)	0.0426	0.0236	0.0182	0.0161	2.104 **	-3.833 ***
<i>Std_Sales</i> (-1)	0.0323	0.0234	0.0308	0.0160	0.163	-1.528
<i>Std_Earnings</i> (0)	0.0125	0.0088	0.0046	0.0036	4.024 ***	-4.226 ***
<i>Std_Earnings</i> (-1)	0.0113	0.0094	0.0051	0.0046	3.648 ***	-3.886 ***
<i>FE_Earnings</i>	0.0516	0.0073	-0.0158	-0.0030	1.759 *	-3.261 ***
<i>FE_Sales</i>	0.0493	0.0047	0.0289	0.0047	0.584	-0.045
<i>MBEF</i>	0.6667		0.4848		$\chi^2=2.233$	
<i>MBSF</i>	0.5455		0.4545		$\chi^2=0.545$	

注：変数名とその定義については2.2節を参照。tは対応のあるt検定のt値、ZはWilcoxon符号付順位和検定のZ値、 $\chi^2$ は損失の有無と開示の有無に対する独立性の検定の結果を表す。\*は10%、\*\*は5%、\*\*\*は1%水準で非開示企業群と開示企業群との間に平均値ないし中央値に有意な差があることを意味する。

場超過リターン (Ret) が有意な係数となった。2つの従属変数に対し、損失の有無が有意な係数となったが、符合はともに負であり、業績の悪化が固定資産の減少や研究開発費の削減という結果につながったと考えられる。一方、業績予想開示の有無を示すSTOPはどちらの従属変数に対しても統計的に有意な説明力を有しておらず、Houston et al. (2010) による米国での結果と同様であった。これらの分析から、業績予想非開示とした直後では、長期的な投資へと経営者が向かう傾向にはなく、仮説 $H_0^3$ の背景にある近視眼的経営からの脱却が図るためという予想非開示を肯定する考え方は否定されると考えられる。

### 3.2.2. アナリスト予想に対する影響

最後に、業績予想の非開示がアナリスト予想にどのような影響を与えるのかを分析する。ここ

では、予想誤差や予想の標準偏差を従属変数として用いているため、アナリスト数が2以上の標本を用いて分析を行っている。表6はともにアナリスト数が2名以上の標本について、アナリスト予想に関する変数の基本統計量および業績予想の非開示企業と開示企業との差を検定した結果を示している。

アナリスト予想の標準偏差を見ると、全標本を用いたパネルAでは、非開示とした年の売上高 (Std\_Sales(0))、利益 (Std\_Earnings(0))、さらに非開示とする前年 (Std\_Earnings(-1)) において、業績予想を開示している企業に対する予想の標準偏差よりも、非開示企業に対するそれが平均値、中央値ともに大きいことが、すべて1%の有意水準で示された。この傾向は業績非開示を続けているパネルCの標本にも強く現れている。新規に非開示とした標本によるパネルBでは水準はまちまちだが、非開示とした年度の売上高、利益に対するアナリスト予想の標準偏差に統計的に有意な差が認められた。逆に経営者による予想が開示されている前年度においては有意な差は認められなかった。これらの結果から、経営者からの情報が得られない場合、アナリスト予想の標準偏差は、得られている場合に比べて大きくなることが判明した。

次に、予想誤差を見ると、予想非開示を続けている企業分析したパネルCで、利益に対するアナリストの予想誤差が有意に大きいことが示された。平均値、中央値の符号は予想非開示企業で正、開示企業で負となっている。これは、予想開示企業は結果的にアナリストの予想を超える実績値を残していたことに対して、非開示企業はアナリストの予想を達成できなかったことを示している。パネルAでは統計的には弱い結果しか得られていないが、符号の関係は同様である。売上高の予想誤差については有意な結果は得られなかった。また、予想と実績値の関係と開示・非開示の関連性については1つの弱い結果以外には認められなかった。

最後に、アナリスト予想のちらばり、予想の誤差の要因として業績予想の非開示が認められるかどうかを分析する。Houston et al. (2010) では一株当たり利益のちらばり（標準偏差）や予想誤差が対象となっているが、本稿ではこれを拡大し、今年度の売上高、当期利益に対するアナリスト予想の標準偏差 (Std\_Sales(0)、Std\_Earnings(0))、予想誤差 (FE\_Sales、FE\_Earnings) をそれぞれ従属変数として用いる。業績予想開示の有無を含む以下の(3)式で示される独立変数を用いた回帰式により係数を推計した<sup>10</sup>。

$$\begin{aligned}
 y = & \beta_0 + \beta_1 STOP + \beta_2 Std\_Sales(-1) + \beta_3 Std\_Earnings(-1) + \beta_4 \Delta Earnings(-1) \\
 & + \beta_5 \Delta Sales + \beta_6 Loss(-1) + \beta_7 Lever + \beta_8 BtoM + \beta_9 Ret + \beta_{10} \Delta Pinst \\
 & + \beta_{11} MBEF + \beta_{12} MBSF + \beta_{13} \Delta AF + \beta_{14} AF + \beta_{15} Stopping \quad (3) \\
 y = & \{Std\_Sales(0), Std\_Earnings(0), FE\_Sales, FE\_Earnings\}
 \end{aligned}$$

仮説H<sub>0</sub><sup>1</sup>に従えば、業績予想開示の有無を示す変数STOPの係数の符号は正となることが予想され

10 この推計ではアナリストが2名以上付いている標本であれば、ペアとなる標本が2名に満たない場合でも分析に加えた。そのため、分析に用いた標本数は123となった。

る。また、前年度の予想が困難であることが翌年にも影響するのであれば、これらの変数の係数は正となることが予想される。表7にこの4本の回帰式の推計結果を示す。

アナリスト予想の標準偏差を従属変数としたパネルAの推計結果では、売上高に対するアナリスト予想の標準偏差 (Std\_Sales(0)) に対して、業績予想の開示の有無を示すSTOPが5%の水準で有

表7：業績予想非開示がアナリスト予想に与える影響の回帰分析

パネルA：アナリスト予想の標準偏差に対する分析 (標本数123)				
独立変数	Std_Sales (0)		Std_Earnings (0)	
	係数	t	係数	t
<i>Intercept</i>	0.0244	1.149	0.0074	1.711 *
<i>STOP</i>	0.0233	2.231 **	0.0072	3.366 ***
<i>Std_Sales (-1)</i>	0.0769	0.449	0.0329	0.942
<i>Std_Earnings (-1)</i>	0.7708	1.158	0.3298	2.430 **
$\Delta Earnings (-1)$	0.0584	0.826	-0.0253	-1.758 *
$\Delta Sales$	-0.0042	-0.134	-0.0007	-0.102
<i>Loss (-1)</i>	-0.0073	-0.412	0.0051	1.405
<i>Lever</i>	-0.0019	-0.651	-0.0012	-2.077 **
<i>BtoM</i>	-0.0049	-0.330	-0.0058	-1.904 *
<i>Ret</i>	0.0341	1.290	0.0139	2.570 **
$\Delta Pinst$	0.1985	1.828 *	0.0441	1.991 **
<i>MBEF</i>	0.0162	1.267	-0.0015	-0.582
<i>MBSF</i>	0.0007	0.055	-0.0004	-0.149
$\Delta AF$	0.0028	1.020	-0.0002	-0.346
<i>AF</i>	-0.0013	-1.051	0.0001	0.416
<i>stopping</i>	-0.0042	-0.375	-0.0021	-0.894
Adj.R <sup>2</sup>	0.030		0.255	
パネルB：アナリスト予想の予想誤差に対する分析 (標本数123)				
独立変数	FE_Sales		FE_Earnings	
	係数	t	係数	t
<i>Intercept</i>	-0.0326	-0.398	-0.0421	-0.948
<i>STOP</i>	0.0497	1.234	0.0492	2.255 **
<i>Std_Sales (-1)</i>	-0.4199	-0.636	0.8019	2.240 **
<i>Std_Earnings (-1)</i>	-0.5335	-0.208	-0.6962	-0.500
$\Delta Earnings (-1)$	-0.1368	-0.502	0.1451	0.982
$\Delta Sales$	-0.0049	-0.041	-0.1662	-2.512 **
<i>Loss (-1)</i>	0.0058	0.086	0.0413	1.118
<i>Lever</i>	0.0248	2.231 **	0.0025	0.408
<i>BtoM</i>	0.1349	2.336 **	-0.0108	-0.346
<i>Ret</i>	-0.3572	-3.503 ***	-0.0849	-1.536
$\Delta Pinst$	0.1633	0.390	-0.2199	-0.969
<i>MBEF</i>	-0.0327	-0.665	0.0288	1.082
<i>MBSF</i>	0.0208	0.434	-0.0106	-0.406
$\Delta AF$	0.0083	0.782	0.0097	1.684 *
<i>AF</i>	-0.0020	-0.410	-0.0023	-0.869
<i>stopping</i>	-0.0343	-0.788	0.0305	1.293
Adj.R <sup>2</sup>	0.147		0.061	

注：変数名とその定義については2.2節を参照。\*は10%、\*\*は5%、\*\*\*は1%水準で各係数が有意な変数であることを意味する。



意な変数となった。変数STOPの符号は正であり、業績予想を非開示にしたことが予想の標準偏差を拡大する要因になっていることが示された。また、機関投資家の保有割合の変化を示す $\Delta P_{inst}$ で弱い水準ながら有意な結果を得た。利益に対するアナリスト予想の標準偏差（Std\_Earnings(0)）に対しては、同じくSTOPが1%の有意水準で正の符号を持つ係数であることが示され、予想の非開示がアナリストの予想を困難なものにしていることが分かる。また、前期の予想の標準偏差（Std\_Earnings(-1)）、市場超過リターン（Ret）、機関投資家の保有割合の変化で正の符号となり、それぞれ5%の水準で有意な変数であることが分かった。レバレッジ（Lever）は負の符号となり、5%の水準で有意な変数であることが分かった。また、これ以外にも利益の変化（ $\Delta Earnings(-1)$ ）と簿価時価比率（BtoM）で弱い水準ながら有意な負の関係にあるという結果が得られた。

アナリストによる売上高と利益に対する予想誤差を従属変数としたパネルBでは、売上高の予想誤差（FE\_Sales）に対しては、レバレッジと簿価時価比率とともに係数の符号が正となり、5%の水準で有意に、市場超過リターンの係数の符号は負で1%の水準で有意な変数であるという結果が得られた。一方、業績予想開示の有無を示すSTOPでは符合こそ正となったが、統計的有意性は得られなかった。

利益の予想誤差（FE\_Earnings）に対しては、STOPの符号は正となり、5%の水準で有意な変数であることの結果を得た。これ以外には前期の売上の標準偏差（Std\_Sales(-1)）の符号は正、売上高の変化（ $\Delta Sales$ ）で負となり、それぞれ5%の水準で有意な変数であることが分かった。アナリスト数の変化（ $\Delta AF$ ）では弱いながらも有意な正の関係を持つという結果を得た。

4種類の従属変数を用いたアナリスト予想への影響の分析では、米国での先行研究と同様に、業績予想開示・非開示が利益予想の誤差を拡大させ、さらに売上高、利益に対する予想のばらつきが拡大する要因となっていることが判明した。

#### 4. おわりに

本稿では2011年3月期を除く2006年3月期決算から2013年3月期決算の計6年間に決算短信発表時に次期の業績予想を開示しなかった企業の特徴とその後の影響について検証を行った。主な結果は以下のようになる。

業績予想を非開示とした企業は開示を継続している企業と比較して、非開示とする前に市場超過リターンが低いこと、簿価時価比率は低く、市場からは割高と見なされていること、カバーするアナリストが減少していることが明らかとなった。また、非開示の要因としては市場超過リターンとアナリスト数の変化が有意であり、直接の業績悪化は要因としては認められないことが分かった。簿価時価比率については日本市場における先行研究と同様の、市場超過リターンとアナリスト数の減少、非開示の要因分析については米国における先行研究と同様の傾向を複数年に渡るデータで確認することができた。

次に予想非開示としたことによる影響を分析したところ、長期的投資には変化が見られず、予想を非開示とすることにより近視眼的経営から離れる、という積極的な理由を肯定する結果は得られなかった。アナリストによる予想に対しては予想の標準偏差が拡大すること、予想誤差が悪化することが明らかとなった。また、予想の悪化に対しては業績予想を止めたことが強く作用していることが分かった。これらの結果もまた、米国での先行研究による結果と一致していた。

本稿の分析結果は、一部は日本市場での検証事例として初めて判明したものもあるが、多くは米国での先行研究で確認されたことを再確認するものであった。今回の分析は業績予想を非開示とした直前直後の状況を確認したにすぎず、長期的な影響などについては標本を拡大して検証を続ける必要があるだろう。また、ジャスダック市場やマザーズ市場など、企業規模が小さく、アナリストによるカバーが東証より少ないと思われる市場を対象とした比較分析も必要だと思われる。アナリスト予想の悪化という結果を見る限り、業績予想非開示とする意思決定は市場に良い影響を与えるとは言い難いことは明らかである。アナリストによるカバーが少ないわが国では、自主的な開示制度を採る米国とは異なり、なかば義務化している開示制度は市場発展のためのインフラとして重要であり、上場企業においては業績予想の非開示、あるいは開示方法の検討に際しては慎重になるべきであろう。

(あべ けいじ・本学経済学部教授)

## 付記

本稿は平成24年度高崎経済大学特別研究助成金による研究成果の一部である。

## 参考文献

- [1] 太田浩司, 2007, 「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, pp.54-66.
- [2] 太田浩司・姜 理恵, 2011, 「米国における経営者予想開示の推移とわが国へのインプリケーション」, 『証券アナリストジャーナル』, Vol.49, No.6, pp.30-40.
- [3] 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, 2011年, 『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』, 日本証券経済研究所.
- [4] 丹後俊郎・山岡和枝・高木晴良, 1996, 『ロジスティック回帰分析-SASを利用した統計解析の実際-』, 朝倉書店.
- [5] 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』, Vol.51, No.2, pp.72-81.
- [6] 林 謙太郎, 2012, 「上場会社の業績予想開示に関する実務上の取扱いの見直しの概要」, 『月刊 資本市場』, No.320, pp.23-29.
- [7] 村宮克彦, 2011, 「業績予想の開示・非開示が情報の非対称性に及ぼす影響」, 『証券アナリストジャーナル』, Vol.49, No.6, pp.18-29.
- [8] Chen, S. D. Matsumoto and S. Rajgopal, 2011, "Is Silence Golden? An Empirical Analysis of Firms that Stop Giving Earnings Guidance", *Journal of Accounting and Economics* 51(1-2), pp.134-150.
- [9] Healy, P. M. and K. G. Palepu, 2001, "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics* 31(1-3), pp.405-440.
- [10] Houston, J. F., L. B. Lev, and J. W. Tucker, 2010, "To Guide or Not to Guide? Causes and Consequences of Stopping Quarterly Earnings Guidance", *Contemporary Accounting Research*, Vol.27, No.1, pp.143-185.