

経営者による業績予想の精度と経営者能力

張 姣

目 次

- | | |
|---------------|---------------|
| 1. はじめに | 4. 回帰分析の結果 |
| 2. 先行研究と仮説の導出 | 5. 結論及び残された課題 |
| 3. リサーチ・デザイン | |

本稿は、経営者能力が業績予想の精度に与える影響について検証を行う。この検証は、経営者が正確に業績を予想し、そして開示しようとしていることを前提にしている。検証結果によれば、経営者能力が高いほど、公表された業績予想が正確である。この検証結果は、日本企業の経営者による業績予想の精度と経営者能力の関係を明確にしており、新たな発見として先行研究に貢献すると考えられる。なお、本稿は本文と補論で構成されており、詳細を補論で述べている部分については本文中に注が付されている。

1. はじめに

日本の証券市場に上場している企業は、証券取引所の要請に応じて、決算短信において次期の売上高や利益についての業績予想を公表する。この経営者による業績予想を含む決算発表は、証券取引所や商法による制度開示とは異なり、法的拘束力のない自発的な開示である。しかし、実際にはほとんど全ての企業が経営者による次期の業績予想を公表している。つまり、日本では、経営者による業績予想の公表は事実上の強制開示となっている。また、多くの先行研究で経営者による業績

予想が企業価値と強い関連性を持っていることが明らかにされている (Darrough and Harris [1991]、太田 [2002])。これらの検証結果は、経営者自ら発信する業績予想が投資家の投資判断にとって最も重要な情報源の一つであることを示唆している。

しかし、経営者が公表する予想値は常に正確ではなく、経営者の見積り誤りや経営環境の急激な変化などの理由によって実績値と乖離することがある。そのため、経営者による業績予想が正しく企業の将来業績を予想できているのか、あるいはその精度やバイアスに影響を与える要因は何



張 姣 (ちょう きょう)

近畿大学経営学部非常勤講師 (17年9月より)。2015年3月 近畿大学大学院商学研究科博士前期課程修了、18年3月 近畿大学大学院商学研究科博士後期課程修了、博士 (商学) 取得。現在、経営者能力と業績予想の開示戦略との関連性について実証的な分析を行っている。

かを解明することは重要な研究テーマであり、近年、研究の蓄積が進んでいる。

経営者の業績予想に関連する研究は、米国企業を対象として1970年代初期から行われている。その後、日本においても、研究の蓄積が進んでいる。日本企業を検証の対象とする先行研究では、企業規模、企業の成長性、財務状況、業種などの要因が経営者による業績予想に影響を与えていると報告されている。

また清水 [2007] は、経営者による業績予想に含まれるバイアスの継続性について検証しており、バイアスには継続性が存在することを発見している。これらの業績予想バイアスは、経営者の意図的な行動によって生じている可能性がある。これは経営者が利益に対する投資家の期待を調整する目的で、意図的にバイアスのかかった業績予想を開示するという「期待調整仮説」として知られている (Ajinkya and Gift [1984])。

その一方、経営者は正確に業績を予想し開示しようとしても、業績予想が経営者の経験や専門知識に基づいて予測される情報であるため、実績値と離れた業績予想を開示することもある。業績予想に観察されるシステムティックな偏りまたは誤りは、経営者に株価の下落などのペナルティをもたらす (Hui *et al.* [2010]、Lee *et al.* [2010]) (注1)。しかし、有能な経営者であるほど、企業の多様な経済活動をより客観的に把握しており、より正確に次期の業績を予測できると考えられる。例えば、

Aier *et al.* [2005] によると、会計の経験や専門知識が豊かな経営者であるほど、公表した財務情報の修正再表示の回数は少なくなる。

以上の議論に基づいて、本稿では、経営者が正確に業績を予想し、そして開示しようとしていることを前提に、経営者能力が業績予想の精度に与える影響について検証する。主な検証結果は、次の通りである。すなわち、経営者能力が高いほど、経営者による業績予想が正確になる。

経営者による業績予想の精度と経営者能力の関連性について、筆者の知る限り、本稿は日本企業を対象とする初めての実証分析となる。検証結果は、経営者による業績予想の精度が経営者能力と関連しており、そして両者が正の関係にあることを解明した。この検証結果は、業績予想に含まれるバイアスを「期待調整仮説」からのみ説明できないことを示唆している。つまり、業績予想には、経営者による裁量的バイアスが加えられている一方、経営者能力の限界による非裁量的バイアスも反映されている。

本稿の構成は以下の通りである。第2章では、経営者による業績予想に関する先行研究を整理した上で、本稿の仮説を導出する。第3章では、サンプルの取得、各変数の定義、検証モデル及び各変数の記述統計量について詳述する。第4章では、回帰分析による検証結果を提示する。第5章では、本稿の結論と残された課題について述べる。

(注1) Hui *et al.* [2010] では、経営者報酬と経営者による業績予想の精度との関連性について検証を行っている。検証結果は、経営者報酬が経営者による業績予想の精度と関連しており、精度が落ちてくると経営者報酬が減ることを示唆している。また、Lee *et al.* [2010] では、経営者の解雇率が予想誤差の絶対値のマグニチュードと正の関係を有する証拠が提示されている。更に、Baik *et al.* [2011] は、企業の将来業績をより正確に予想することは、低コストで経営者能力を主張する手段でもあると主張している。また、日本企業を対象とする村宮 [2005] は、経営者による業績予想の精度が高いほど資本コストが低いことを発見している。これは、業績予想に観察されるシステムティックな偏りが資本コストを高め、企業価値を損ねる結果につながると示唆している。

2. 先行研究と仮説の導出

(1) 経営者による業績予想の精度に影響を与える要因

これまでの先行研究では、経営者による業績予想が投資家の意思決定に対して重要な役割を果たしていることが明らかになっている。それと同時に、業績予想は経営者の専門知識や経験による予測情報であるため、常に正確ではない。そこで、その精度やバイアスに影響を与える要因を検証する研究も盛んに行われている。以下では、先行研究で解明されている経営者による業績予想の精度やバイアスに影響を与える主な要因について整理を行う。

財務状態 経営者による業績予想に関連する先行研究によれば、財務状況のよくない企業は、予想値が実績値を上回っており、全体的に楽観的な予想傾向が観察されている (Kato *et al.* [2009]、阿部 [2010])。

企業規模 経営者による業績予想の誤差について検証を行っているOta [2006] では、小企業及び店頭企業の経営者による業績予想は楽観的であることを報告している。

成長性 成長企業の経営者による業績予想は悲観的になることが先行研究で解明されている (Irani [2000]、Ota [2006])。例えば、Irani [2000] は、利益成長率が産業平均を上回る企業は、悲観的な業績予想を公表していることを発見している。

業種 更に、企業の業種と業績予想の属性との関連を調査する研究も行われている (國村 [1984]、Ota [2006])。Ota [2006] は、規制産業である電気・ガス業と通信業の2業種の経営者予想が最も悲観的であることを発見している。その解釈として、規制産業の経営者には過度に利

益を得ているという予想を公表することを回避するインセンティブがあると説明している。

株式の所有構造 乙政・榎本 [2008] は、株式の所有構造によって経営者による業績予想の属性にどのような違いがあるかを検証している。乙政・榎本 [2008] では、株式の所有構造について、経営と所有の分離が進むと、経営者の意思決定をコントロールすることが難しくなり、経営者予想の実現可能性が劣るという彼らの予想に対して、経営者持株比率が低い企業は業績予想の精度が高いという予想と反対の結果になっている。また、金融機関のモニタリング機能が果たされているため、金融機関持株比率が高い企業は業績予想の精度が高いと報告している。更に、情報の透明性があり、業績予想を達成する可能性が高い企業に外国人による投資が集中しているため、外国法人等持株比率が高い企業は業績予想の精度が高いことを発見している。

マクロ経済的影響 日本企業を分析対象としたOta [2006] において、経営者予想が景気の上向きな時期には悲観的になり、逆に景気の下局面には楽観的になるということを報告している。それは、経営者が次期のマクロ経済的状况を正確に予測することができず、利益予想を現在の経済状況に基づいて行っているからであると解釈されている。

このように、経営者が公表する業績予想には、企業規模や財務状態などの企業の属性や景気などの外部経営環境が影響していることが明らかになっている。しかし、業績予想を行う主体である経営者の特徴に注目した研究はあまり蓄積されていない。

(2) 業績予想の精度と経営者能力の関係

近年、米国では経営者能力に注目して、経営者

能力が業績予想の精度に与える影響を検証した研究が進められている。Baik *et al.* [2011] は、経営者能力の代理変数として、メディア言及度、経営者能力スコア及び総資産利益率を用い、経営者能力が経営者による業績予想に与える影響を分析しており、経営者能力と業績予想の精度についての実証的証拠を既に提供している。彼らは、1995年から2005年までの米国企業の14,315観測値を対象に、経営者能力と経営者による業績予想を開示するか否かの意思決定、会計期間中の業績予想修正の開示回数及び精度との関連性について分析を行っている。検証結果は、経営者による業績予想が自発開示となる米国では、有能な経営者であるほど業績予想を開示する傾向があり、しかも会計期間中に何度も業績予想修正を行うことを示唆している。更に、経営者能力が高いほど公表された期初業績予想が正確であることも示されている。これらの検証結果によって、Baik *et al.* [2011] は、経営者能力が業績予想に影響を及ぼすと結論付けている。

しかし、周知のように、経営者による業績予想制度について、日米の間に大きな相違が存在している。米国では経営者による業績予想の予想期間や予想形式などが様々であり、またその公表が完全なる自発開示であるのに対して、日本では予想期間や予想形式などが一様に定められており、更にはその公表が事実的な強制開示となっている。したがって、経営者による業績予想の分析においては、日本企業を対象にする場合、ほぼ全ての上場企業の一様に定められている業績予想の情報を

網羅的に取得できることで、より分析に適したサンプルの確保が可能になると考えられる(注2)。

これらの相違により、経営者能力と業績予想の精度の関係についてBaik *et al.* [2011] で報告されているにもかかわらず、日本における経営者による業績予想の研究を蓄積するには日本企業を分析の対象とする実証的証拠の提示が必要である。

また、近年の研究であるDemerjian *et al.* [2012] では、経営者能力を定量的に測定するために経営者能力スコア (Managerial Ability Score、以下MAスコア) を求める手法が提示されている。この測定手法は、企業に公表された財務情報や会計情報を基により直接的に経営者能力を捉えようとしている。米国を中心にMAスコアを用いた研究の蓄積が進展しているが、日本ではこの手法を用いた経営者能力に関する研究はあまり見られない(注3)。以上の考察から、本稿の仮説を設定する。

H：経営者能力が高いほど、公表された経営者による業績予想がより正確になる。

3. リサーチ・デザイン

(1) サンプルの取得

分析に用いるデータは2004年度3月期から16年度3月期までの日本の上場企業の連結財務データである。決算月数が12カ月に満たない企業、3月決算でない企業、金融業(日経業種中分類36業種のうちの銀行業、証券業、保険業とその

(注2) Anilowski *et al.* [2007] によれば、米国で経営者による業績予想を開示している企業は、90年代後半では上場企業の5～10%であり、それ以降でも25%程度にすぎない。

(注3) 日本では、Demerjian *et al.* [2012] で提示されている経営者能力を定量的に捉える手法に関する研究は、河内山・石田 [2016] がある。河内山・石田 [2016] では、日本企業を題材に当該手法の妥当性を検証している。

他金融業)、そしてMAスコアの推定に必要な財務データが入手不可能な企業はサンプルから除外している。また、分析に用いる変数が利用できない観測値も除いている。最終的に、サンプルサイズは企業一年で23,089となっている。各条件によって削除した観測値数については図表1を参照されたい。

(2) 検証方法

経営者能力が業績予想の精度に与える影響を検証するために、以下の(1)式の回帰モデルを推定する。本稿では、経営者能力が高ければ、次期の業績予想が正確になると予想しているため、 $\beta_1 < 0$ となることが期待できる。

$$\begin{aligned} \text{Inaccuracy} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ Managerial Ability} + \\ & \beta_2 \text{ ROA} + \beta_3 \text{ Size} + \beta_4 \text{ Growth} + \\ & \beta_5 \text{ Loss} + \beta_6 \text{ Prior Optim.} + \\ & \beta_7 \text{ Insider Own.} + \\ & \beta_8 \text{ Financial Inst. Own.} + \\ & \beta_9 \text{ Foreign Own.} + \gamma \text{ Year} + \\ & \delta \text{ Industry} + \varepsilon \end{aligned} \tag{1}$$

(3) 変数の定義

業績予想の精度については、円谷 [2008] で示されている利益の予想誤差の測定方法に倣って次の(2)式にて算出する (注4)。

$$\begin{aligned} \text{予想の不正確性 (Inaccuracy)} = & \\ & \frac{|t \text{ 期の期初予想値} - t \text{ 期の実績値}|}{|t \text{ 期の実績値}|} \end{aligned} \tag{2}$$

ここでは、t年度の期初予想値というのは、t期を基準時点として、その1年前、すなわちt-1期の決算短信で公表された経営者の業績予想値である。業績予想の不正確性は、正または負に関係なく、どの程度実績値から予想値が乖離したかが問題になるため、符号を捨象し絶対値をとっている (注5)。すなわち、当該測定値が大きくなるほど、予想値が実績値と乖離し、予想精度が低くなることを意味する。本稿では、経営者による売上予想と純利益予想について分析を行う (注6)。

経営者能力の代理変数としては、先行研究では企業規模、メディア言及度、総資産利益率などが

図表1 サンプルの抽出手続き

サンプルの抽出手続き	観測値数
日本の会計基準を採用し、決算月数が12カ月の3月期決算非金融企業で、かつMAスコアの推定に必要な財務データが入手可能な企業 (2004年度3月期-16年度3月期)	26,848
業種の観測値数が100に達していない企業	(454)
売上高及び純利益の経営者による業績予想を公表していない企業	(2,171)
分析に用いるその他の全てのデータが入手不可能な企業	(1,134)
最終の観測値数	23,089

(出所) 筆者作成

(注4) 円谷 [2008] では、利益の予想誤差を次の式にて算出している。予想誤差 = $\frac{\text{予想値} - \text{当期実績値}}{|\text{当期実績値}|}$

(注5) $\frac{|t \text{ 期の期初予想値} - t \text{ 期の実績値}|}{|t \text{ 期の実績値}|}$ の値が大きくなると、業績予想が不正確になることを意味するため、本稿では、予想精度の代わりに予想の不正確性と名付けている。

(注6) 決算短信では、次期の売上高、営業利益、経常利益、当期純利益の予想値は公表されている。営業利益予想値が2007年から公表されており、十分なサンプルサイズを確保するために、営業利益予想値を用いていない。また、経常利益予想については、紙幅の関係でその分析結果を脚注10で報告している。

用いられてきた。しかし、これらの代理変数のほとんどは、経営者がコントロールできない企業属性も反映している点で問題があることが知られている。例えば、メディアは小企業より大企業を取り上げる傾向がある。この問題を改善するために、本稿では、Demerjian *et al.* [2012] で報告されている経営者固有の能力を捉えようとしている手法を用いる。Demerjian *et al.* [2012] は、経営者能力を定量的に測定するために、包絡分析法 (DEA : Data Envelopment Analysis) を用いて MAスコアを算出している (注7)。Demerjian *et al.* [2012] で提示されている MAスコアは、「最小の資源で最大の便益を」という考え方に立脚しており、MAスコアの値が大きいくほど、経営資源がより効率的に利用されていることを意味する。MAスコアについて、河内山・石田 [2016] は、日本企業のサンプルを用いて推定し、日本においても経営者・経営陣の能力を示す有用な尺度であると報告している (注8)。

また、前述のように、先行研究の検証結果によれば、経営者による業績予想の精度やバイアスは、様々な要因と関連している。本稿では、先行研究で解明されている経営者による業績予想の精度に影響を与える以下の要因をコントロール変数として扱う。それぞれは、総資本純利益率 (ROA)、総資産額の自然対数値 (Size)、成長率 (Growth)、赤字企業 (Loss)、前期の業績予想 (Sales Prior

Optim.または Earnings Prior Optim.)、経営者持株比率 (Insider Own.)、金融機関持株比率 (Financial Inst. Own.)、外国法人等持株比率 (Foreign Own.) である。また、経営者による業績予想の精度が予想公表時点におけるマクロ経済的状况または業種の違いによって異なってくると先行研究では報告されているため、年度 (Year) と業種 (Industry) の固定効果を考慮して分析を行う。

(4) 記述統計量

図表 2 は、各変数の記述統計量を報告している (注9)。異常値に対処するために、年度と業種ごとにダミー変数以外の全ての変数について上下 1% でウィンソライズを施している。Earnings Inaccuracy の平均値 (1.051) または中央値 (0.311) が Sales Inaccuracy の平均値 (0.071) または中央値 (0.044) より高いことから、全体的に純利益より売上高が正確に予想されていることが分かる。また、Managerial Ability の平均値 (-0.004) は、Demerjian *et al.* [2012] で報告されている Managerial Ability の平均値 (-0.004) と等しいことが読み取れる。

(注7) 包絡分析法とは意思決定ユニット (Decision-Making Units, DMU) と呼ばれるユニットごとにその相対的な効率性を定量化する統計手法である。Demerjian *et al.* [2012] では、個別企業を DMU としている。

(注8) MAスコアの推定方法については本稿の補論を参照。

(注9) 紙幅の関係で、相関係数の表を掲載する代わりに、相関係数の結果を注で報告する。pearson の相関係数の報告結果では、MAスコアと従属変数の売上高予想の不正確性 (Sales Inaccuracy) または純利益予想の不正確性 (Earnings Inaccuracy) の相関係数の符号は、期待通りにマイナスとなっている。また、企業規模 (Size) と外国法人等持株比率 (Foreign Own.) の相関係数が 0.6547 であり、独立変数の間に、最も高い相関係数となっている。この程度の相関であれば、モデルの推定に当たり、多重共線性は重大な問題ではないと考えられる。

図表2 各変数の記述統計量

変数	平均値	標準偏差	最小値	Q1	中央値	Q3	最大値	観測値数
Sales Inaccuracy	0.071	0.120	0.000	0.019	0.044	0.086	6.349	23,089
Earnings Inaccuracy	1.051	5.152	0.000	0.124	0.311	0.830	337.570	23,089
Managerial Ability	-0.004	0.085	-0.530	-0.044	-0.004	0.036	0.363	23,089
ROA	0.018	0.065	-2.140	0.008	0.022	0.041	0.536	23,089
Size	10.831	1.495	5.897	9.810	10.675	11.731	16.649	23,089
Growth	0.032	0.210	-0.918	-0.035	0.025	0.088	18.473	23,089
Insider Own.	0.054	0.934	0.000	0.002	0.010	0.059	0.875	23,089
Financial Inst. Own.	0.203	0.128	0.000	0.099	0.184	0.293	0.641	23,089
Foreign Own.	0.095	0.109	0.000	0.010	0.053	0.149	0.977	23,089

(図表注) 変数の定義は次の通りである。Sales Inaccuracy = t 期売上高予想値から t 期売上高を引いた残額の絶対値を t 期売上高の絶対値で除した値；Earnings Inaccuracy = t 期純利益予想値から t 期純利益を引いた残額の絶対値を t 期純利益の絶対値で除した値；Managerial Ability = Demerjian *et al.* [2012] に従って算出したMAスコア；ROA = t - 1 期純利益を t 期首総資産で除した値；Size = t 期首総資産の自然対数；Growth = t 期売上高から t - 1 期売上高を引いた残額を t - 1 期売上高で除した値；Insider Own. = t 期役員持株比率；Financial Inst. Own. = t 期金融機関持株比率；Foreign Own. = t 期外国法人等持株比率。

(出所) 筆者作成

4. 回帰分析の結果

図表3は、仮説の検証モデル(1)式を個別企業の固定効果モデルにより推定した結果である。まず、売上高予想の不正確性 (Sales Inaccuracy) を従属変数とした回帰モデルにおいては、Managerial Abilityの係数が有意にマイナスで推定されており、予想と整合的な結果となっている。次に、純利益予想の不正確性 (Earnings Inaccuracy) を従属変数とした回帰モデルにおいても、Managerial Abilityの係数が有意にマイナスで推定されており、予想と整合的な結果となっている。

これらの推定結果は、経営者能力が高いほど次期の業績が正確に予想されることを示唆している (注10)。つまり、以上の検証結果によって、本稿の仮説は裏付けられている (注11)。

コントロール変数の総資本純利益率 (ROA) について、Kato *et al.* [2009] では、企業の財務状況が悪化している企業の経営者は、過度に楽観的な予想利益を公表するという証拠が報告されている。続いて、企業規模 (Size) に関する経営者予想バイアスの理論的説明としては、大企業の経営者が自ら公表する利益予想を、利害関係者へのコミットメントであると意識していることが考え

(注10) 経常利益予想の精度についての分析においても、経営者による業績予想の不正確性が経営者能力と負の関係にあることが観察されている。

(注11) 純利益の不正確性の分母として純利益の絶対値を用いた場合、純利益の絶対値が極端に小さければ、純利益の不正確性は異常に大きな値になってしまう。これらの異常値の影響を配慮し、純利益の絶対値の下位5%または下位10%のサンプルを除いて検証を行う。検証結果によれば、純利益の絶対値の下位5%のサンプルが除かれた場合、多変量分析では、MAスコアの係数は1%有意で-2.8889と推定されている。純利益の絶対値の下位10%のサンプルが除かれた場合、多変量分析では、MAスコアの係数は1%有意で-2.4857と推定されている。これらのロバスト・チェックの推定結果は、本稿の仮説を支持する。

図表3 検証結果

	Predicted sign	Dependent variable = Sales Inaccuracy				Dependent variable = Earnings Inaccuracy			
		Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
Managerial Ability	-	-0.2862	0.0136***	-0.2522	0.0138***	-4.9587	0.7345***	-3.9771	0.7546***
ROA	±			-0.2012	0.0141***			0.0361	0.7743
Size	±			-0.0086	0.0032***			0.3939	0.1783**
Growth	±			-0.0435	0.0033***			-0.7181	0.1800***
Loss	±			-0.0119	0.0023***			-0.0866	0.1292
Sales Prior Optim.	±			-0.0004	0.0014				
Earnings Prior Optim.	±							0.2442	0.0807***
Insider Own.	-			-0.0036	0.0007***			0.0056	0.0395
Financial Inst. Own.	-			-0.0128	0.0183			-2.3124	0.9951**
Foreign Own.	-			0.0105	0.0157			-0.1553	0.8572
Year Effect			Yes		Yes		Yes		Yes
Industry Effect			Yes		Yes		Yes		Yes
R-squared within			0.0741		0.0926		0.0147		0.0165
N			23,089		23,089		23,089		23,089

(図表注1) *, **, ***はそれぞれ統計的に10%、5%、そして1%有意であることを示している。

(図表注2) 変数の定義は次の通りである。Loss = t-1期純利益がマイナスである場合を1、それ以外の場合を0とするダミー変数；Sales Prior Optim. = t-1期売上高が売上高予想値を下回る場合を1、それ以外の場合を0とするダミー変数；Earnings Prior Optim. = t-1期純利益が純利益予想値を下回る場合を1、それ以外の場合を0とするダミー変数。これら以外は図表2と同様である。

(出所) 筆者作成

られる。したがって、彼らは、その予想値に達しないことを恐れて悲観的な予想値を開示する傾向がある。それに対して、小企業の経営者は、自ら公表する利益予想を次期の目標値であると意識しており、結果として、彼らの予測は楽観的になる傾向があるとしている (Ota [2006])。また、利益成長率 (Growth) が高い企業は、その競争力を保持するために、他社の参入を避けようと悲観的な予想を公表する (Irani [2000])、赤字企業の公表する業績予想は楽観的である (Choi and Ziebart [2000]、Ota [2006]) と先行研究で報告されている。更に、前期の経営者予想が楽観的であったか (Sales Prior Optim.またはEarnings Prior Optim.) について、Kato *et al.* [2009] は、日本企業の経営者が全体的に楽観的な予想値を公表しがちで、しかもこの傾向が前期も楽観的な経

営者予想を公表した企業の方が強いことを発見している。以上の議論を踏まえて、これらのコントロール変数について、経営者による業績予想が実績値と比較して楽観的か悲観的かという業績予想の属性に与える影響は想定できる。しかし、これらのコントロール変数が本稿の従属変数である予想の不正確性という業績予想の属性に正それとも負の影響を及ぼすのかについては、判断しがたいところがある。そこで、これらの変数の予想符号については、「±」とする。

これらのコントロール変数の検証結果に目を向けていこう。総資本純利益率 (ROA) について、売上高予想の不正確性 (Sales Inaccuracy) を従属変数とした回帰モデルの検証結果 (-0.2012) は、財務状況が悪化している企業ほど精度の低い予想値を公表していることを意味する。企業規模

(Size) については、統一した推定結果が得られていない。企業規模と業績予想の楽観性または悲観性の関係が想定できるが、予想精度との関係については更なる検証が必要であると考えている。また、利益成長率 (Growth) についての検証結果は、成長率の高い企業ほど精度の高い業績予想を公表していることを意味する。赤字企業 (Loss) についての検証結果は、前期の売上高がマイナスであった企業が、そうでない企業より精度の高い業績予想を公表していることを示唆する。前期の経営者予想が楽観的であったか (Earnings Prior Optim.) についての検証結果は、前期に楽観的な業績予想を開示した企業が、そうでない企業より精度の低い業績予想を公表していることを意味する。

続いて、株式所有構造に関連するコントロール変数の検証結果に目を転じてみよう。Warfield *et al.* [1995] は、エージェンシー理論の観点から、経営者の株式保有が増加するほど利益マネジメントを引き起こすインセンティブが低くなると報告している。そして、経営者の株式保有が増加するほど、資本市場で利益の情報内容が改善されることも示している。そこで、 $\beta_7 < 0$ となることが期待できる。売上高予想の不正確性 (Sales Inaccuracy) を従属変数とした回帰モデルの検証結果 (-0.0036) は、この推論を支持している。金融機関持株比率が高い企業ほど、金融機関からのモニタリング圧力を回避させるために、経営者予想を慎重にし、予想精度を悪化させるような公表を抑制する (乙政・榎本 [2008])。そこで、 $\beta_8 < 0$ となることが期待できる。この推測は、純利益予想の不正確性 (Earnings Inaccuracy) を従属変数とした回帰モデルの検証結果 (-2.3124) によって支持されている。最後に、前述したように、業績予想を達成する可能性が高

い企業に外国人による投資が集中しているため、外国法人等持株比率が高い企業は業績予想の精度も高くなると推論できる。そこで、 $\beta_9 < 0$ となることが期待できる。しかし、本稿では、外国法人等持株比率 (Foreign Own.) に関しては、有意な検証結果が得られていない。

5. 結論及び残された課題

経営者による業績予想が投資家の投資判断に対して重要な役割を果たしている。しかし、経営者による業績予想が常に正確ではなく、経営者の見積り誤りや経営環境の急激な変化などの理由によって実績値と乖離することがある。そのため、経営者による業績予想に影響を与える要因は何かを解明することは重要な研究テーマであり、近年、研究の蓄積が進んでいる。これらの先行研究では、経営者が公表する業績予想には、企業規模や財務状態などの企業の属性と景気などの外部経営環境が影響していることが明らかになっている。しかし、業績予想を行う主体である経営者の特徴に注目した研究はあまり蓄積されていない。

本稿は、経営者による業績予想に関する先行研究に貢献することを目指しており、業績予想を行う主体である経営者の能力が業績予想の精度に与える影響について解明を試みた。検証結果によれば、経営者能力が高いほど公表された業績予想の精度は高くなる。この検証結果は、次のことを示唆しており、経営者による業績予想に関する先行研究に対して新たな発見として貢献している。

経営者が投資家の期待を調整するまたは投資家と良好な関係を構築するなどの目的で、意図的にバイアスのかかった業績予想を開示することがある。その一方、本稿の検証結果によれば、有能な経営者がそうでない経営者より比較的に精度の高

い業績予想を公表している。これは、業績予想にシステマティックな偏りだけでなく、経営者能力が低いことによってもたらしてくる誤りも含まれていることを裏付けている。

経営者による業績予想の属性を更に明確にするため、今後の研究では、以下のことについて分析を展開したい。まず、本稿では、単に業績予想の精度について分析を行った。今後の研究では、経営者能力が業績予想の開示戦略（楽観的か悲観的か）との関連性を明らかにしたい。次に、本稿では期初時点での業績予想情報に基づいて分析しており、期中での修正情報については触れていない。今後の課題として、経営者能力と期中の業績予想の修正方向や修正回数という修正情報の開示戦略・方針との関連性も明確にしたい。

〔参考文献〕

- 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』45(2)、40-58頁；46 (1)：16-36頁。
- 太田浩司 [2002] 「経営者予想利益の価値関連性およびアナリスト予想利益に与える影響」『証券アナリストジャーナル』40 (3)、85-109頁。
- 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頁。
- 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頁。
- 河内山拓磨・石田惣平 [2016] 「日本企業における経営者能力の測定：Managerial Ability Score の応用とその妥当性」、一橋大学機関リポジトリ。
- 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プライシング」『証券アナリストジャーナル』45 (8)、80-96頁。
- 円谷昭一 [2008] 「経営者業績予想の駆け込み修正の研究—その実態と実証会計学への影響—」『証券アナリストジャーナル』46 (5)、70-81頁。
- 村宮克彦 [2005] 「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」『証券アナリストジャーナル』43(9)、83-97頁。
- Aier, J. K., J. Comprix, M. T. Gunlock and D. Lee [2005] “The Financial Expertise of CEOs and Accounting Restatement,” *Accounting Horizons* 19 (3), pp.123-135.
- Ajinkya, B. B. and M. J. Gift [1984] “Corporate Managers’ Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expect actions,” *Journal of Accounting Research* 22 (2), pp.425-444.
- Anilowski, C., M. Feng and D. Skinner [2007] “Does Earnings Guidance Affect Market Returns? The Nature and Information Content of Aggregate Earnings Guidance,” *Journal of Accounting and Economics* 44 (1-2), pp.36-63.
- Baik, B., D. B. Farber and S. Lee [2011] “CEO Ability and Management Earnings Forecasts,” *Contemporary Accounting Research* 28 (5), pp.1645-1668.
- Choi, J. and D. Ziebart [2000] “A Reexamination of Bias in Management Earnings Forecasts,” Working Pape, University of Illinois.
- Darrough, M. and T. Harris [1991] “Do management Forecasts of Earnings Affect Stock Prices in Japan?” *Japanese Financial Market Research*, pp.197-229.
- Demerjian, P., B. Lev and S. McVay [2012] “Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests,” *Management Science* 58 (7), pp.1229-1248.
- Hui, K., S. Matsunaga and Y. Yu [2010] “Are CEOs Rewarded for Disclosure Quality? Evidence from Executive Compensation,” Working Paper, University of Oregon.
- Irani, A. [2000] “Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts,” *Accounting Enquiries* 10 (1), pp. 33-86.
- Kato, K., D. J. Skinner and M. Kunimura [2009] “Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts that Are Effectively Mandated,” *The Accounting Review* 84 (5), pp.1575-1606.
- Lee, S., S. Matsunaga and C. Park [2010] “Management Forecasts Accuracy and CEO Turnover,” Working Paper, University of Oregon.
- Ota, K. [2006] “Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts: Empirical Evidence from Japan,” *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*,

pp.267-294, Burlington, MA: Elsevier Press.
Warfield, T. D., J. J Wild and K. L Wild [1995]
“Managerial Ownership, Accounting Choices,
and Informativeness of Earnings,” *Journal of
Accounting and Economics* 20 (1), pp. 61-91.

(この論文は投稿論稿を採用したものです。)

*この論稿には補論があり、協会ウェブサイト
で閲覧できます。