

業績予想における経営者予想とアナリスト予想の役割

兵庫県立大学 経営学部

准教授 太田 浩 司

目 次

- | | |
|----------------------------|------------------------|
| 1. はじめに | 4. 経営者予想がアナリスト予想に与える影響 |
| 2. データ | 5. アナリスト予想の役割 |
| 3. 経営者とアナリストの予想精度の期中における推移 | 6. 終わりに |

本稿は、わが国の業績予想における経営者予想とアナリスト予想の役割について論じている。本稿の分析から、①本決算および中間決算時に公表される経営者予想とその直後のアナリスト予想では80%以上が同一である、②期中におけるアナリスト予想の変動の95%以上が経営者予想によって説明される、③アナリスト予想は経営者予想公表からの経過日数が長くなるほど経営者予想よりも有意に精度が高くなる、④経営者予想の修正開示の70%は中間および本決算期末後に行われる、ということが分かった。

これらの結果から、わが国の業績予想においては、経営者予想が中心的な役割を担っていると言える。しかしながら、経営者予想修正の公表は必ずしもタイムリーではなく、アナリスト予想は、そのような経営者予想の適時性の欠如を補う補完的な役割を果たしていると言える。

1. はじめに

企業の将来業績に関する予想には、企業の内部者である経営者自らが公表する経営者予想と、外部者である証券アナリストたちが公表するアナリ

スト予想が存在する。わが国では、経営者予想は、証券取引所の要請に基づく事実上の制度開示であるので、ほとんどすべての上場企業によって公表されている。一方、米国をはじめとする諸外国では、経営者予想は完全な自発の開示であるので、



太田 浩司 (おた こうじ)

1969年奈良県生まれ。94年京都大学文学部卒業。2003年関西大学大学院商学研究科博士後期課程単位取得。07年筑波大学大学院ビジネス科学研究科博士後期課程修了。博士(経営学、筑波大学)。(株)青木建設、関西CPA学院、武蔵大学経済学部を経て、07年4月より現職。米国公認会計士(イリノイ州)。koji_ota@nifty.ne.jp、http://homepage2.nifty.com/koji_ota/。

経営者予想の公表は日本企業のように一般的ではない。例えばAnilowski *et al.* [2007]によれば、米国で経営者予想を開示している企業は、1990年台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。したがって、企業の業績予想として、諸外国ではアナリスト予想が主導的な役割を果たしているが、わが国では経営者予想が存在する下でアナリスト予想が存在しているので、経営者予想の果たす役割は相対的に大きいものと考えられる。

わが国の業績予想に関する先行研究では、期首に公表される経営者予想とその直後に公表されるアナリスト予想が近似しており、わが国のアナリストの予想能力に疑義を生じさせるような結果が報告されている(太田 [2002,2005])。しかしながら、アナリスト予想の真価は、企業業績に関する情報の少ない期首ではなく、情報の増加する期中において顕在化するものかもしれない。

また、わが国の先行研究では、経営者予想とその公表直後のアナリスト予想が近似しているという証拠から、経営者予想がアナリスト予想に与える影響の大きさが推論されている。しかしながら、経営者予想がアナリスト予想に与える影響をダイレクトに検証するためには、米国の先行研究にあるように、経営者予想公表前後のアナリスト予想の変化を調査する必要がある(Hassell *et al.* [1988], Baginski and Hassell [1990], Williams [1996])。さらに米国における先行研究では、経営者予想公表からアナリスト予想公表までの期間に着目し、その期間が長くなるほどアナリスト予想は経営者予想よりも予想精度が高くなるという結果が報告されている(Hassell and Jennings [1986], Gift and Yohn [1997], Collier and Yohn

[1998])。

そこで本稿では、第1に、期首から期末にかけての経営者とアナリストの両予想の予想精度の推移を調査し、第2に、経営者予想がアナリスト予想の変動に与える影響について検証を行っている。第3に、経営者予想公表からの経過日数がアナリスト予想に与える影響を調査し、最後にこれらの結果から、わが国の業績予想における経営者予想とアナリスト予想の役割について論じている。

2. データ

2.1. 経営者予想とアナリスト予想

本稿では、期中に公表されるすべての経営者予想とアナリスト予想を用いて分析を行う。最初に経営者予想について簡単に説明すると、経営者予想では通期の業績予想が本決算と中間決算の決算短信で年2回定期的に公表される。予想項目は、売上高、経常利益、純利益、配当の四つである。さらにこれらの定期公表に加えて、企業は、公表済み予想値に重要な差異が生じた場合には、それを適時に開示しなければならない。この不定期の開示を業績予想の修正開示といい、それを行うかどうかの大まかな目安は、各項目の直近予想値からの変動が、売上高±10%、経常利益±30%、純利益±30%、配当±20%以上である(注1)。

次にわが国のアナリスト予想には、複数のアナリスト予想値の平均であるコンセンサス予想と、出版社系アナリストが単独で行う予想が存在する。コンセンサス予想の代表的なものにはThomson Financial社のI/B/E/S予想があり、出版社系アナリスト予想の代表的なものとしては、東洋経済新報社の会社四季報予想がある。Conroy and

(注1) 経営者予想制度の詳細については、後藤 [1997] や太田 [2006] を参照されたい。

Harris [1995] や太田 [2005] では、I/B/E/S予想と会社四季報予想の精度やバイアスを比較し、会社四季報予想の方がI/B/E/S予想よりも精度が高く、I/B/E/S予想は過度に楽観的であるという結果を報告している。そしてその理由として、I/B/E/S予想が主にセルサイドアナリストの予想であるのに対して、会社四季報予想がより中立的な情報提供者である出版社系アナリストの予想であることによるのではないかと推測している。

そこで本稿では、アナリスト予想として、予想精度が高くバイアスも小さい東洋経済新報社の会社四季報予想を用いる。「会社四季報」は、毎年4回、3月、6月、9月、12月の中旬（15日前後）に出版されており、予想の締め切りは発売月の10日ごろである。予想項目は、売上高、営業利益、経常利益、純利益、配当の五つである。

本稿では、経営者予想と会社四季報予想の両方の予想で入手可能な、売上高、経常利益、純利益の3項目の予想について検証を行う（注2）。なお、予想はすべて通年に関する単体の予想を用いる。

2.2. サンプル選択

サンプルは、1992-2002年の期間において、以下の基準で選択されている。

- (i) 上場企業および店頭登録企業である、
- (ii) 3月決算企業である、
- (iii) 一般事業会社（銀行、証券、保険を除く）である、
- (iv) 経営者予想とアナリスト予想の両方が期中を通じて得られる。

経営者予想については「日本経済新聞財務欄」、アナリスト予想は「会社四季報」（東洋経済新報社）

から収集している。また、その他必要な会計データ、株価等については、それぞれ「日経Needs財務データ」、「東洋経済株価CD-ROM」から収集している。

これらの選択基準によって、売上高、経常利益、純利益の3予想項目について、22,915社年の予想が期中を通じて得られた。

図表1は、年度別のサンプル数を示している。サンプル数は年度が新しくなるほど増加しており、最小が1992年の1,681社で、最大は2002年の2,415社である。ただし、全上場企業数に占める割合は年度によってあまり変化しておらず、各年おおむね7割弱である。

3. 経営者とアナリストの予想精度の期中における推移

3.1. 予想精度の測定

期中を通じて絶え間なく公表される経営者予想とアナリスト予想の予想精度を比較するには、比較時点を特定する必要がある。そこで、四季報予想の締め切りが6、9、12、3月の各月10日ごろであるので、この4時点（各月10日）を比較時点として、それらの時点における両予想の予

図表1 年度別サンプル数

年度	個数	年度	個数
1992	1,681	1998	2,229
1993	1,766	1999	2,299
1994	1,813	2000	2,333
1995	1,883	2001	2,374
1996	1,995	2002	2,415
1997	2,127	合計	22,915

（注2） 配当についても両予想で入手可能ではあるが、経営者予想の配当に関する予想修正データの収集が困難であるため本稿の分析対象からは除いている。

想精度を比べることとする。すなわち、3月決算企業の経営者予想で6月9日までに公表された経営者予想を6月MF、6月10日から9月9日までに公表された経営者予想を9月MFというように、経営者予想を公表時期に応じて4時点で特定するのである。同様に、四季報6月号（夏号）で公表されたアナリスト予想を6月AF、9月号（秋号）で公表されたアナリスト予想を9月AFというように、4時点でアナリスト予想を特定している。

図表2は、4時点における経営者予想とアナリスト予想を、タイムラインで図示したものである。経営者予想については、6月MFと12月MFでは、それぞれ本決算および中間決算時における定期的な経営者予想公表が含まれるので、すべての企業について新しい予想が得られる。しかしながら、9月MFと3月MFでは、それぞれの期間に業績予想の修正開示を行った企業についてのみ新しい予想を用い、それ以外の企業については前の時点での予想を用いている。一方、アナリスト予想については、6月AF、9月AF、12月AF、3月AFの4時点すべてで新しい予想が得られる。

予想精度の測定は、売上高（SL）、経常利益（OI）、純利益（NI）の3項目について、以下で示すように、予想値と実際値との差の絶対値を期首の株価で除し、それをパーセント表示したものをを用いて行う。なお予想値、実際値共に、株式分割調整後の発行済株式総数を用いて、1株当たりの値に換算し直している。

《予想精度》

$$SLACC_t = |\text{予想}SL_t - \text{実際}SL_t| / SP_t \times 100\%$$

$$OIACC_t = |\text{予想}OI_t - \text{実際}OI_t| / SP_t \times 100\%$$

$$NIACC_t = |\text{予想}NI_t - \text{実際}NI_t| / SP_t \times 100\%$$

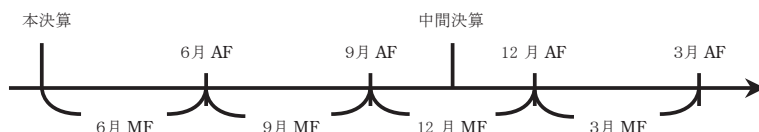
SLACC_t=t期の売上高予想精度、OIACC_t=t期の経常利益予想精度、NIACC_t=t期の純利益予想精度、SP_t=t期首の株価。なお予想が経営者によるものかアナリストによるものかを区別するために、それぞれMF、AFを頭に付している。

3.2. 期中における予想精度の推移

図表3は、4時点における経営者予想とアナリスト予想の予想精度の記述統計量を表したものである。平均値、中央値共に、すべての時点でほぼすべての予想項目に関して、アナリストの予想精度は経営者の予想精度を上回っている（予想精度であるので値が低いほど精度は高いことを意味している）。例外的に、12月における純利益予想の中央値についてのみ、MF_NIACCが0.50%であるのに対しAF_NIACCは0.51%と、経営者予想の予想精度がアナリスト予想を上回っている。

次に図表4は、経営者とアナリストの予想精度の期中における推移を図で示したものである。両予想とも期首である6月時点の予想から期末である翌年3月時点の予想にかけて、予想精度が向上していることが観察される。12月時点に予想精度が大きく向上して期首の予想誤差の約半分ほどになっているが、これは、中間決算発表時に新たな経営者予想が公表されたことによる影響と思われる。また、アナリストの予想精度が若干ではあるが経営者予想を上回っていることも、視覚的に見て取れる。

図表2 経営者とアナリスト予想のタイムライン

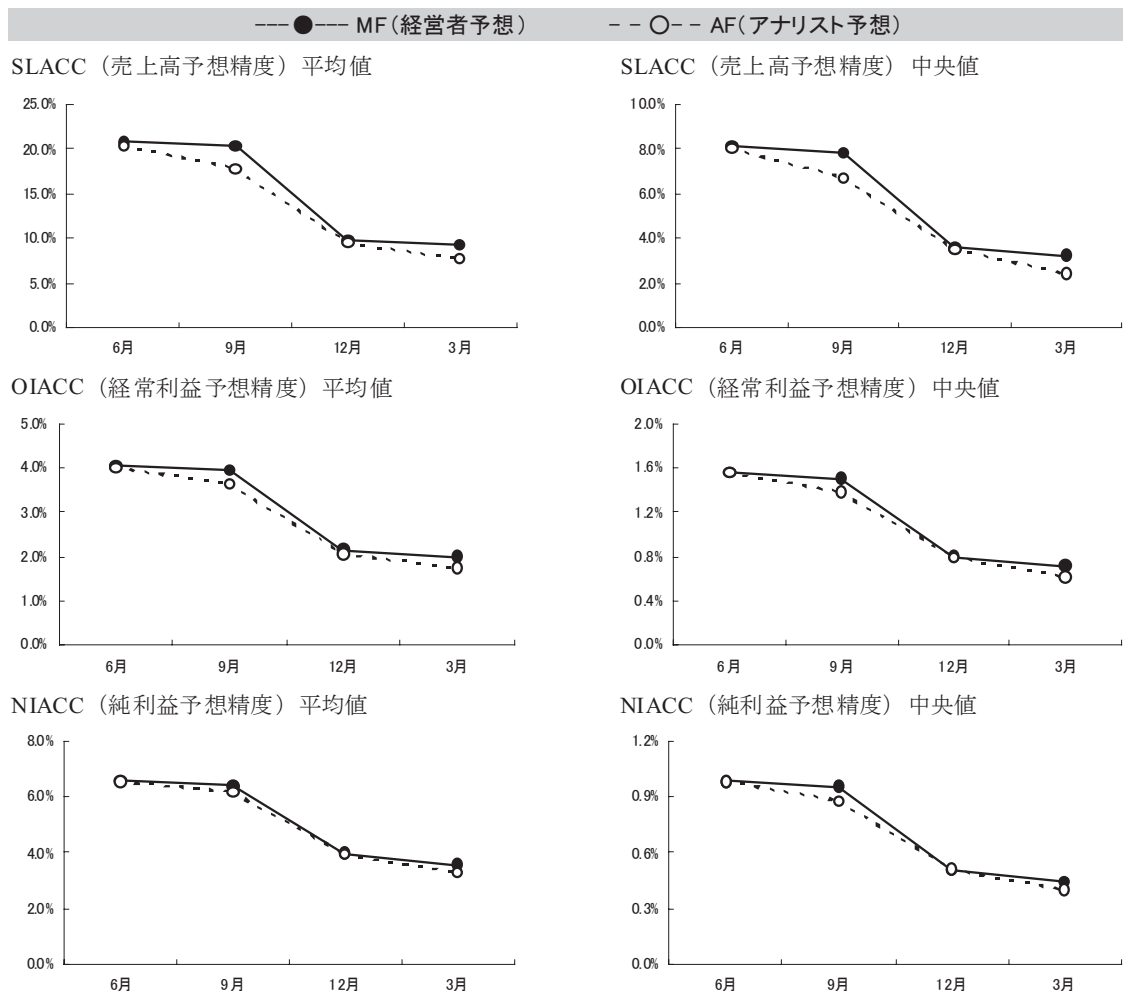


図表3 経営者とアナリストの予想精度の記述統計量

予想精度	6月		9月		12月		3月	
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
MF_SLACC	20.77%	8.14%	20.32%	7.84%	9.73%	3.57%	9.18%	3.22%
AF_SLACC	20.45%	8.04%	17.84%	6.73%	9.45%	3.49%	7.68%	2.41%
MF_OIACC	4.05%	1.56%	3.94%	1.50%	2.15%	0.80%	2.00%	0.71%
AF_OIACC	4.00%	1.56%	3.63%	1.38%	2.07%	0.79%	1.73%	0.61%
MF_NIACC	6.59%	0.98%	6.41%	0.96%	3.99%	0.50%	3.56%	0.44%
AF_NIACC	6.56%	0.98%	6.19%	0.88%	3.92%	0.51%	3.27%	0.40%

(図表注) SLACC=|予想SL-実際SL|/SP×100%、OIACC=|予想OI-実際OI|/SP×100%、NIACC=|予想NI-実際NI|/SP×100%、SL=売上高、OI=経常利益、NI=純利益、SP=期首の株価、MF_=経営者予想、AF_=アナリスト予想を表している。なお予想値、実際値共に、すべて1株当たりの値である。観測値数は各月22,915個である。

図表4 経営者とアナリストの予想精度の期中における推移



図表5は、両予想の予想精度の差を統計的に検証したものである。平均差検定には、パラメトリック検定としてはPaired *t*-test、ノンパラメトリック検定としてはWilcoxon signed rank sum testを用いて、それぞれの統計量である*t*値と*z*値を載せている。*t*値、*z*値共にほぼすべて正に有意な値であるが、*t*値については、12月時点の経常利益予想と純利益予想の予想精度差に関して有意な値ではない。全体的に、9月と3月の統計的有意性は強いが、6月と12月の有意性は低い傾向が見られる。

最後に、経営者予想とアナリスト予想の予想精度の優劣を個数で比較し、その全体に占める割合を示しているのが図表6である。例えば、経常利益予想(OI)の予想精度については、6月時点でアナリストの予想精度が経営者の予想精度より高い割合が全体の9.2%、同じである割合が全体の84.1%、アナリストの予想精度が経営者の予想精度より低い割合が全体の6.7%である。図表6からは、6月と12月時点では、アナリスト予想と経営者予想の予想精度が同一であるものが全体の80%を超えていることが分かる。またこの2時

点では、アナリストの予想精度の方が高かった割合は10%前後であるが、逆にアナリストの予想精度の方が低かった割合も7%前後である。図表5の両予想精度の平均差検定では、アナリストの予想精度は経営者の予想精度よりもおおむね有意に高いという結果であるが、図表6の結果を見る限りは、その優劣の差は決して大きくない。一方、9月と3月時点では、アナリストの予想精度の方が高かった割合が30%近くあるのに対して、アナリストの予想精度の方が低かった割合は12%前後と、アナリスト予想の優位性が顕著である。

以上の分析結果から、9月と3月時点では、アナリスト予想は経営者予想よりも優れているが、本決算と中間決算直後の6月と12月時点では、アナリスト予想の80%以上が経営者予想と同一であり、両予想の優劣に大差はないと言える(注3)。またこのことは、アナリスト予想の真価は、情報の増加する期中において顕在化するものではないということの意味している。

図表5 経営者とアナリストの予想精度の平均差検定

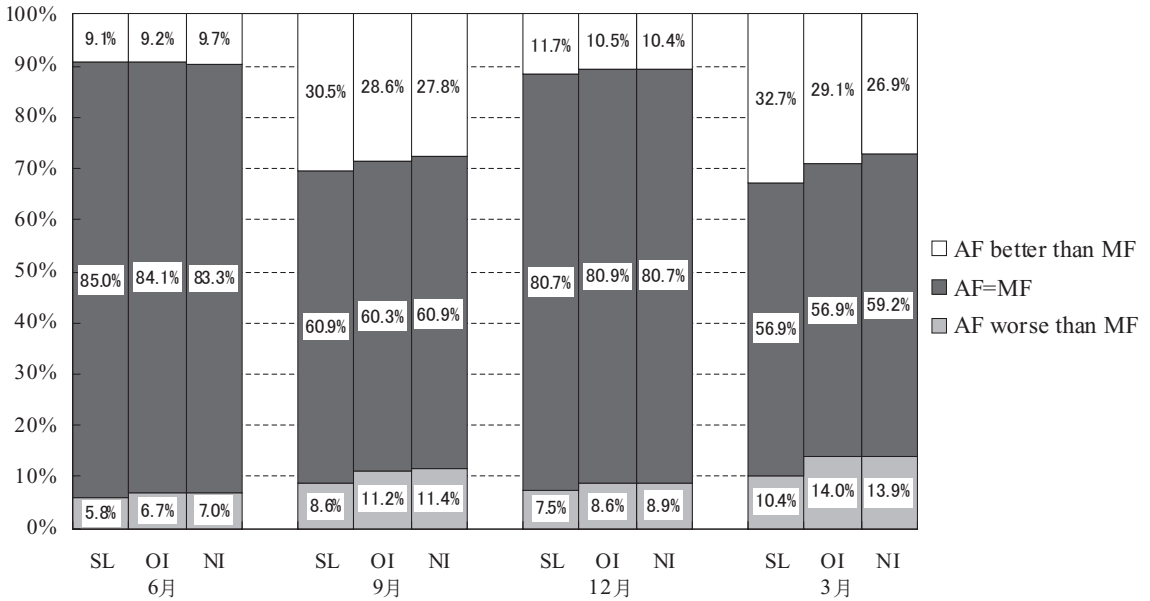
平均差検定	6月		9月		12月		3月	
	<i>t</i> 値	<i>z</i> 値	<i>t</i> 値	<i>z</i> 値	<i>t</i> 値	<i>z</i> 値	<i>t</i> 値	<i>z</i> 値
MF_SLACC-AF_SLACC	5.34**	14.63**	26.89**	55.40**	3.32**	15.08**	14.28**	51.59**
MF_OIACC-AF_OIACC	5.98**	11.37**	24.96**	44.49**	1.49	7.77**	4.57**	37.30**
MF_NIACC-AF_NIACC	2.99**	12.65**	15.39**	41.97**	1.43	6.85**	4.97**	33.58**

(図表注) 平均差検定には、パラメトリック検定としてPaired *t*-testの*t*値、ノンパラメトリック検定としてWilcoxon signed rank sum testの*z*値を載せている。変数の定義については図表3を参照されたい。

* 5%水準で有意 ** 1%水準で有意。

(注3) 予想精度は予想誤差の絶対値であるので、経営者予想とアナリスト予想の予想精度が同じであるからといって、必ずしも両予想の値が同じであるとは限らない。そこで、予想精度が同一である両予想の値を調べたところ、予想精度が同一であった延べ194,556組の中で、予想値が異なるのは僅か164組にすぎなかった。したがって本稿においては、予想精度が同一である場合は予想値も同一であると見なしても、解釈に大きな影響を与えないと考えられる。

図表6 経営者とアナリストの予想精度の優劣



(図表注) 毎月各予想項目について、経営者予想とアナリスト予想の予想精度の優劣を個数で求め、それを全個数(22,915個)で除した割合をパーセントで表示している。変数の定義については図表3を参照されたい。

4. 経営者予想がアナリスト予想に与える影響

米国における先行研究では、経営者予想の公表がアナリスト予想に与える影響をダイレクトに調査するために、経営者予想公表前後のアナリスト予想の変化を検証し、経営者予想の公表がアナリスト予想に影響を与えているという証拠が提示されている(Hassell *et al.* [1988], Baginski and Hassell [1990], Williams [1996])。しかしながら、企業の経営者は、市場の期待としてのアナリストの業績予想を意識しており、経営者がアナリストの公表する予想値に合わせるように自らの予想を修正するという逆のシナリオも成り立つ。

そこで、経営者予想とアナリスト予想がお互いに与える影響を調査するために、Hassell *et al.* [1988]に基づく以下の回帰モデルを用いて検証を行う。

《他の予想に与える影響の検証モデル》

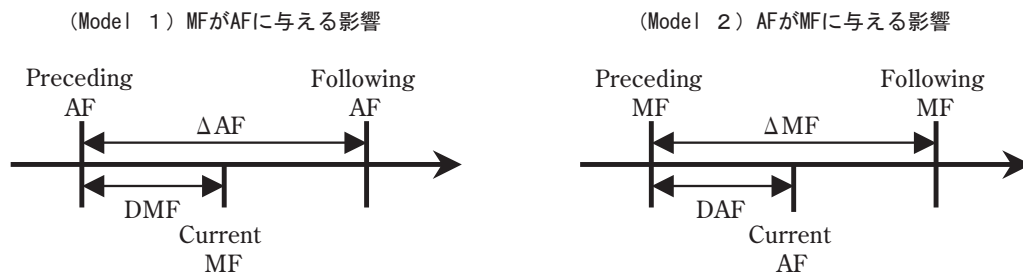
$$\Delta AF = \alpha_0 + \alpha_1 DMF + \varepsilon \quad (\text{Model 1})$$

$$\Delta MF = \beta_0 + \beta_1 DAF + \varepsilon \quad (\text{Model 2})$$

$\Delta AF = (\text{Following AF} - \text{Preceding AF}) / SP$ 、 $DMF = (\text{Current MF} - \text{Preceding AF}) / SP$ 、 $\Delta MF = (\text{Following MF} - \text{Preceding MF}) / SP$ 、 $DAF = (\text{Current AF} - \text{Preceding MF}) / SP$ 、 Current MF = 現在の経営者予想、 Preceding AF = Current MF 公表前のアナリスト予想、 Following AF = Current MF 公表後のアナリスト予想、 Current AF = 現在のアナリスト予想、 Preceding MF = Current AF 公表前の経営者予想、 Following MF = Current AF 公表後の経営者予想、 SP = 期首の株価。予想値はすべて1株当たりの値である。

図表7は、二つの検証モデルのデザインを図示したものである。Model 1は、経営者予想がアナリスト予想に与える影響を調査するもので、経営者予想公表前後のアナリスト予想の変化を調

図表7 他の予想に与える影響の検証モデルのデザイン



査し、経営者予想の公表によってアナリスト予想がどのように変化しているかを検証するものである。Model 2は、その反対のReverse Regressionモデルで、アナリスト予想公表前後の経営者予想の変化を調査し、アナリスト予想の公表によって経営者予想がどのように変化しているかを検証するものである。このModel 1とModel 2を用いて、売上高 (SL)、経常利益 (OI)、純利益 (NI) の3予想項目について調査を行っている。

図表8 パネルAは、Model 1の検証結果を示したものである。修正済み決定係数を見ると、売上高予想が0.969、経常利益予想が0.972、純利益予想が0.997と非常に高い値を示している。このことは、期中におけるアナリスト予想の変動の実に95%以上、とりわけ純利益予想についてはほぼ100%が、経営者予想によって説明されることを意味しており、経営者予想がアナリスト予想に与える影響の大きさを如実に表している。また係数推定値についても、3予想項目共1に非常に近く、経営者予想とその公表前のアナリスト予想の差が、ほぼそのままその後のアナリスト予想に反映されていることを示している。

図表8 パネルBは、Model 2の検証結果を示している。先ほどと同様に、修正済み決定係数を見ると、売上高予想は0.333とやや高いものの、経常利益予想と純利益予想については、それぞれ0.067、0.004と、Model 1と比べて極めて低い値

を示している。このことは、期中における経営者予想の変動に、アナリスト予想はほとんど影響を与えていないことを意味している。

以上の結果から、わが国においては、期中におけるアナリスト予想の変動の実に95%以上が経営者予想のみで説明可能であるのに対して、アナリスト予想は経営者予想の変動にほとんど影響を与えていないと言える。このことは、わが国の業績予想に関しては、経営者予想が主導的な役割を果たしていることを示す証拠と言えるであろう。

5. アナリスト予想の役割

5.1. 経営者予想公表からアナリスト予想公表までの期間の与える影響

第3章における結果は、経営者予想が定期的に公表される本決算と中間決算直後の6月と12月時点では、経営者予想とアナリスト予想の優劣に大差はないが、その間の9月と3月時点においては、アナリスト予想の優位性が見られるというものである。また米国における先行研究では、経営者予想公表からアナリスト予想公表までの期間に焦点を当て、その期間が長くなるほど、アナリスト予想は経営者予想よりも有意に予想精度が高くなるという結果が報告されている (Hassell and Jennings [1986], Gift and Yohn [1997], Coller and Yohn [1998]) (注4)。

図表 8 他の予想に与える影響の検証結果

パネルA：経営者予想がアナリスト予想に与える影響

(Model 1) $\Delta AF = \alpha_0 + \alpha_1 DMF + \varepsilon$

予想項目	α_0	α_1	adj. R^2	#obs.
売上高予想 (SL)	-0.004 (-8.22)**	0.981 (161.6)**	0.969	25,445
経常利益予想 (OI)	-0.001 (-5.21)**	0.986 (94.0)**	0.972	25,445
純利益予想 (NI)	-0.001 (-4.23)**	0.997 (477.2)**	0.997	25,445

パネルB：アナリスト予想が経営者予想に与える影響

(Model 2) $\Delta MF = \beta_0 + \beta_1 DAF + \varepsilon$

予想項目	β_0	β_1	adj. R^2	#obs.
売上高予想 (SL)	-0.050 (-21.30)**	1.410 (15.80)**	0.333	25,445
経常利益予想 (OI)	-0.011 (-13.26)**	1.134 (4.86)**	0.067	25,445
純利益予想 (NI)	-0.022 (-8.93)**	1.020 (3.41)**	0.004	25,445

(図表注) $\Delta AF = (\text{Following AF} - \text{Preceding AF}) / \text{SP}$ 、 $DMF = (\text{Current MF} - \text{Preceding AF}) / \text{SP}$ 、 $\Delta MF = (\text{Following MF} - \text{Preceding MF}) / \text{SP}$ 、 $DAF = (\text{Current AF} - \text{Preceding MF}) / \text{SP}$ 、Current MF=現在の経営者予想、Preceding AF=Current MF公表前のアナリスト予想、Following AF=Current MF公表後のアナリスト予想、Current AF=現在のアナリスト予想、Preceding MF=Current AF公表前の経営者予想、Following MF=Current AF公表後の経営者予想、SP=期首の株価。なお予想値はすべて1株当たりの値であり、予想項目は、売上高予想 (SL)、経常利益予想 (OI)、純利益予想 (NI) の3項目である。

括弧内の数値は、Whiteのt値を示している。

* 5%水準で有意 ** 1%水準で有意。

そこで図表9では、サンプルを経営者予想公表からアナリスト予想公表までの日数に基づいて6分割し、それぞれのサブ・サンプルにおける両予想の予想精度の優劣を比較している(注5)。なお図表中では、両予想の優劣を個数で比較し、そのサブ・サンプルに占める割合を示している。例えば、経常利益予想(OI)に関して、経営者予想

公表からアナリスト予想公表までの経過日数が1-25日以内なら、アナリストの予想精度が経営者の予想精度より高い割合は9.4%、同じである割合は82.8%、低い割合は7.9%である。

図表9からは、経営者予想公表からの日数が長くなるほど、アナリスト予想の優位性が強くなっていることが顕著に見て取れる。とりわけ売上高

(注4) わが国においても國村[1984]が、3月決算企業が本決算発表時に公表する期首の経営者予想を、会社四季報の6月、9月、12月、3月のアナリスト予想と比較し、期首の経営者予想と6月のアナリスト予想では精度に統計的に有意な差はないが、9月、12月、3月と時間が経過するにつれて、アナリスト予想は期首の経営者予想よりも有意に精度が高くなるという結果を報告している。しかしながらこの研究は、期中に公表される経営者予想の修正や中間決算発表時に新たに公表される経営者予想の影響を考慮していないので、経営者予想公表からの経過期間がアナリスト予想の精度に与える影響の証拠としては限定的である。

(注5) 経過日数の平均は64.1日、中央値は39.0日である。

予想 (SL) に関してはそれが際立っており、アナリストの予想精度が経営者の予想精度より高い割合は、経過日数が1-25日以内のときは10.0%にすぎないが、126日以上だと42.9%にもなっている(注6)。

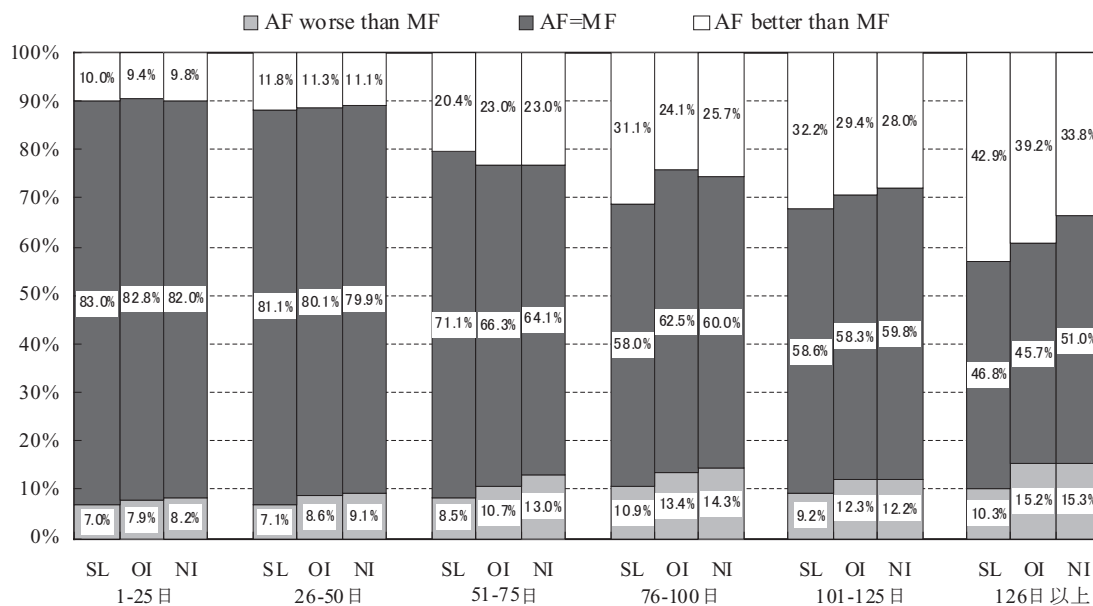
次に、アナリスト予想の優位性と経営者予想公表からの経過日数の影響をさらに詳細に検証するために、以下のOrdered Probitモデルを推定している(注7)。

《経過日数が与える影響の検証モデル》

$$\text{ORDER} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{DAYS} + \gamma_2 \text{SIZE} + \gamma_3 \text{IND1} - 28 + \gamma_4 \text{YEAR93} - 02 + \varepsilon \quad (\text{Model 3})$$

ORDER=アナリスト予想の予想精度が経営者予想よりも低ければ1、同じなら2、高ければ3の値を取る、DAYS=経営者予想公表からアナリスト予想公表までの日数、SIZE=期首の時価総額の自然対数値、IND 1-28=28個の業種ダミー、YEAR93-02=1993-2002年の年度ダミー。

図表9 経営者予想公表からの経過日数がアナリスト予想に与える影響



(図表注) 経営者予想公表からアナリスト予想公表までの日数に基づいてサンプルを6分割している。各予想項目について、経営者予想とアナリスト予想の予想精度の優劣を個数で求め、それを各サブ・サンプルの個数で除した割合をパーセントで表示している。変数の定義については図表3を参照されたい。

(注6) アナリスト予想の経営者予想に対する優位性は、予想項目によってそれほど大きく異ならない。しかしながら、若干ではあるが、アナリストは利益の予想よりも売上高の予想の方が得手なようである。その理由としては、売上高が利益と比べて、引当金等の見積もりや会計方針の変更といった経営者の裁量による影響を受け難い、より客観的な数値であること、売上高に関しては月次速報などを公表している企業もあるので予想が立てやすいことなどが考えられる。

(注7) 目的変数に離散変数であるORDERを用いずに、アナリスト予想と経営者予想の予想精度の差を連続変数として用いた回帰モデルによる推定も併せて行っているが、Ordered Probitモデルと結果がほとんど同じであったので、本文からは省略している。

目的変数のORDERは、アナリスト予想の経営者予想に対する優位性を順序尺度で表した変数である。説明変数には、経営者予想公表からの経過日数を表すDAYSのほかに、コントロール変数として企業規模を表すSIZEと業種および年度ダミー変数を加えている。なおSIZEをコントロール変数として用いているのは、アナリスト予想の経営者予想に対する優位性は小企業において顕著であるという太田 [2005] の結果に基づくものである。この検証モデルを用いて、売上高 (SL)、経常利益 (OI)、純利益 (NI) の3予想項目について調査を行っている。

図表10のパネルAは、Model 3の推定結果を表している。売上高、経常利益、純利益の3予想項目すべてに関して、経営者予想公表からの経過日数を表す変数であるDAYSの係数推定値 γ_1 は有意

に正である。このことは、経営者予想公表からの日数が経過するほどアナリストの予想精度が経営者の予想精度よりも高くなる確率が大きくなるということを意味している。またSIZEの係数推定値 γ_2 も、売上高予想と純利益予想については有意に負であり、アナリストの小企業の予想に関する優位性を示している。

図表10パネルBは、DAYSのMarginal Effectsを表したものである。例えば、経常利益予想に関しては、経営者予想公表からアナリスト予想公表までの日数が1日長くなれば、アナリストの予想精度が経営者の予想精度より高くなる確率は0.125%増加し、同じである確率と低くなる確率は、それぞれ0.038%と0.087%減少することを示している。

以上の分析結果から、アナリスト予想の経営者

図表10 経過日数がアナリスト予想の優位性を与える影響の検証結果

パネルA：経営者予想公表からの経過日数がアナリスト予想の優位性を与える影響
(Model 3) $ORDER = \gamma_0 + \gamma_1 DAYS + \gamma_2 SIZE + \gamma_3 IND1-28 + \gamma_4 YEAR93-02 + \varepsilon$

予想項目	γ_0	γ_1	γ_2	γ_3	γ_4	R^2	#obs.
売上高予想 (SL)	1.230 (37.93)**	0.005 (57.69)**	-0.007 (-2.90)**	353.5**	741.7**	0.031	91,660
経常利益予想 (OI)	0.967 (30.41)**	0.005 (53.57)**	0.005 (1.79)	217.4**	167.4**	0.022	91,660
純利益予想 (NI)	1.252 (38.96)**	0.003 (39.90)**	-0.011 (-4.13)**	207.9**	318.5**	0.015	91,660

パネルB：DAYSのMarginal Effects

	AF worse than MF	AF=MF	AF better than MF
売上高予想 (SL)	-0.072%	-0.070%	0.142%
経常利益予想 (OI)	-0.087%	-0.038%	0.125%
純利益予想 (NI)	-0.089%	-0.034%	0.123%

(図表注) ORDER=アナリスト予想の予想精度が経営者予想よりも低ければ1、同じなら2、高ければ3の値を取る、DAYS=経営者予想公表からアナリスト予想公表までの日数、SIZE=期首の時価総額の自然対数値、IND1-28=28個の業種ダミー、YEAR93-02=1993-2002年の年度ダミー。予想項目として、売上高予想 (SL)、経常利益予想 (OI)、純利益予想 (NI) の3項目をそれぞれ用いている。

Panel Aの上段は係数推定値、下段括弧内はt値を示している。なお γ_3 と γ_4 については複数のダミー変数の値であるので、推定値ではなくWald統計量の値のみを載せている。 R^2 については、McFadden's R^2 を載せている。

Panel BのMarginal Effectsは、説明変数の平均で評価している。

* 5%水準で有意 ** 1%水準で有意。

予想に対する優位性は、経営者予想公表からの期間が長くなるほど強まると言える。

5.2. 経営者予想の修正開示の適時性

前節の、経営者予想公表からの日数が経過するほどアナリスト予想の優位性が強くなるという結果は、経営者予想の公表頻度が十分ではないということの意味しているのかもしれない。確かに、経営者予想の定期公表は本決算と中間決算時の年2回であるので、公表頻度が十分であるとは言えない。しかしながら、直近の予想に大きな変化が生じたときには経営者予想の修正開示が行われ、この修正は随時であるので、定期公表の回数からだけでは経営者予想の公表頻度が十分ではないとは言いきれない。そこで、経営者予想の修正開示個数とその公表月に関する調査を行った結果を、**図表11**で示している。

修正開示の個数は延べで19,679個である。これは、1社当たり年平均0.86個（19,679個/22,915社年）ということであるので、経営者予想の修正開示は必ずしも少ないというわけではない。しかし公表月にはかなり偏りが見られ、図表中に太字で示してある、10、11、4、5月の4カ月間における公表で、全体の72.07%を占めている。10

月と11月は中間決算期末である9月30日以降であり、4月と5月は本決算期末である3月31日以降である。このことは、経営者予想の修正が期中を通じて平均的に行われるのではなく、中間決算発表時における定期的な経営者予想の公表直前や、本決算発表による実際値の公表直前に非常に多く行われているということの意味している。

以上のことから、経営者予想の修正開示は、1社当たり年平均0.86個と必ずしも少ないわけではないが、その70%以上が中間および本決算期末後に行われており、適時性に欠けていると言える。このことを、アナリスト予想の優位性は経営者予想公表からの期間が長くなるほど強まるという前節の結果と併せて考えるとき、アナリスト予想の役割は、経営者予想の適時性の欠如を補うものであると言えよう（注8）。

6. 終わりに

本稿は、わが国の業績予想における経営者予想とアナリスト予想の役割について論じている。第1に、期中における経営者予想とアナリスト予想の予想精度を比較したところ、期首の本決算公表直後では85%近く、中間決算公表直後でも80%

図表11 経営者予想の修正開示個数とその公表月

公表月	個数	%	公表月	個数	%
5月	2	0.01%	12月	163	0.83%
6月	27	0.14%	1月	213	1.08%
7月	103	0.52%	2月	897	4.56%
8月	425	2.16%	3月	2,069	10.51%
9月	1,591	8.08%	4月	4,235	21.52%
10月	4,073	20.70%	5月	2,956	15.02%
11月	2,918	14.83%	6月	7	0.04%
			合計	19,679	100.0%

(注8) 現在では、四半期決算開示が定着しており、それに伴って四半期決算公表時に経営者予想を公表する企業が増えている。この四半期決算が経営者予想の適時性に与える影響の調査は、今後の研究課題である。

特集

以上のアナリスト予想が、経営者予想と同一であった。

第2に、経営者予想がアナリスト予想に与える影響を調査するために、期首から期末にかけて修正されていくアナリスト予想の変化に対する経営者予想の説明力を検証したところ、期中におけるアナリスト予想の変動の実に95%以上が経営者予想によって説明された。反対に、経営者予想の変動に対するアナリスト予想の説明力はほとんど存在しなかった。

第3に、経営者予想公表からアナリスト予想公表までの経過期間が、アナリスト予想の優位性に与える影響を調査したところ、経営者予想公表直後では経営者予想とアナリスト予想の優劣に大差はないが、経営者予想が公表されてからの期間が長くなるほどアナリスト予想の優位性は強くなっていた。さらに、経営者予想の修正開示の公表月を調査したところ、その70%以上が中間および本決算期末後に行われていることが分かった。

以上の本稿における検証結果から、わが国の業績予想においては、アナリスト予想ではなく経営者予想が中心的な役割を果たしていると言える。しかしながら、経営者予想修正の公表は必ずしもタイムリーなものではない。アナリスト予想は、そのような経営者予想の適時性の欠如を補う補完的な役割を果たしていると言える。

本稿の作成にあたっては、筆者の参加するPATW研究会（須田一幸氏主宰）の諸先生方から貴重なコメントを頂いた。ここに感謝の意を表したい。

〔参考文献〕

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』第40巻第3号、85-109頁。

—— [2005] 「予想利益の精度と価値関連性— I/B/E/S、四季報、経営者予想の比較—」、『現代ファイナンス』第18号、141-159頁。

—— [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』第54巻第1号、53-94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』第22巻第8号、9-30頁。

後藤雅敏 [1997] 『会計と予測情報』、中央経済社。

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*, Forthcoming.

Baginski, S. and J. Hassell [1990] “The Market Interpretation of Management Earnings Forecasts as a Predictor of Subsequent Financial Analyst Forecasts Revision,” *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 1, pp. 175-190.

Coller, M. and T. Yohn [1998] “Management Forecasts: What Do We Know?” *Financial Analysts Journal*, Vol. 54, No. 1, pp. 58-62.

Conroy, R. and R. Harris [1995] “Analysts’ Earnings Forecasts in Japan: Accuracy and Sell-side Optimism,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 3, No. 4, pp. 393-408.

Gift, M. and T. Yohn [1997] “Analysts Response to Management Forecasts,” Working Paper, Georgetown University.

Hassell, J. and R. Jennings [1986] “Relative Forecast Accuracy and the Timing of Earnings Forecast Announcements,” *The Accounting Review*, Vol. 61, No. 1, pp. 58-75.

Hassell, J., R. Jennings, and D. Lasser [1988] “Management Earnings Forecasts: Their Usefulness as a Source of Firm-specific Information to Security Analysts,” *The Journal of Financial Research*, Vol. 11, No. 4, pp. 303-319.

Williams, P [1996] “The Relation between a Prior Earnings Forecast by Management and Analyst Response to a Current Management Forecast,” *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 1, pp. 103-115.