

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 28 年 6 月 16 日現在

機関番号：32682

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2013～2015

課題番号：25780280

研究課題名(和文)ガバナンスの差異が業績予想情報に与える影響

研究課題名(英文)Influence of the difference of governance on the earnings forecast information

## 研究代表者

奈良 沙織(Nara, Saori)

明治大学・商学部・講師

研究者番号：40642880

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,800,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、業績予想情報(経営者予想・アナリスト予想)に着目し、ガバナンスの差異が業績予想に与える影響について研究を行った。主な研究の成果として、銀行借入に対する依存度の低い企業や企業の成熟度が高い企業など、ディスクロージャーを行うインセンティブが高い企業では、業績予想の有用性が高く、その結果、企業を調査するアナリストにも恵まれ、企業やアナリストの作成する情報が株価に良く織り込まれる傾向があることなどを示した。

研究成果の概要(英文)：This study investigates the impact of the difference in governance on earnings forecasts information such as management and analyst forecasts. The main results are follows. Low level of maturity of firm leads optimism in management forecasts and the accuracy become low. Also, we show that dependence on bank loan increase management and analyst forecast error and dispersion of analyst forecasts but decrease analyst coverage. In addition, we find that dependence on bank loan decrease value relevance of management and analyst forecasts.

研究分野：財務会計

キーワード：経営者予想 アナリスト予想 価値関連性 業績予想精度 業績修正 アナリスト ディスクロージャー  
— 自主開示

## 1. 研究開始当初の背景

企業の業績予想情報は、企業業績に関する見通しの情報であり、企業が公表する自社の業績見通しは「経営者予想」、証券会社等のアナリストが作成する業績予想は「アナリスト予想」と呼ばれる。

この業績予想は、株価や株式リターンに大きな影響を及ぼすことから、その精度や楽観性については多くの研究が行われている。これまでの研究では、企業規模や予想期間、企業業績、成長見通しなどが経営者予想のバイアスに関連することが明らかになっている(Choi and Ziebart [2004])が、業績予想には作成者の様々な思惑が反映されており、未だ明らかになっていない点も多い。例えば、経営者予想は予想を楽観的に示すことにより、株価を上方に誘導することができる。このため、株価を上方に誘導するインセンティブのある経営者のいる企業では予想が楽観的である可能性があるが、果たしてそのような企業とはどのような企業であろうか？

日本では、近年、株主の発言力が強まっており、それに伴いガバナンスやディスクロージャーに対する企業の意識も高まりつつある。このため、こうした意識の強い企業では予想の作成や公表に対しても細心の注意が払われており、株価を操縦することを目的とした予想の公表はされていないと考える。しかし、ガバナンスの意識の低い企業では、こうした意識の徹底が不十分な可能性がある。さらに、経営者予想はアナリスト予想に大きな影響を与えることも明らかになっており、問題を抱えた企業では経営者予想のみならずアナリスト予想やアナリスト・カバレッジ(企業を調査するアナリスト数)など企業情報を伝達する環境にも課題があると考えられる。

しかし、これまでは業績予想が会計分野でガバナンスがファイナンス分野で中心に研究されており、業績予想をガバナンスの面から説明する研究は多くない。昨今のディスクロージャー制度の改革、企業のガバナンスへの取り組み強化は、株主重視という共通の背景を持つものであり、予想情報の研究にはガバナンスの要素は必須であると考え本研究のテーマを設定するに至った。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、ガバナンスの違いが業績予想情報(経営者予想・アナリスト予想)に与える影響を明らかにする点にある。より具体的には、ガバナンスに優れている企業では経営者予想の精度が高く、自社の情報が株価に十分に織り込まれており、十分なアナリスト・カバレッジがあり、アナリスト予想の精度が高いことなどを明らかにする。その上で、これらの研究を通し、ガバナンスの向上は業

績予想を中心とする企業のディスクロージャーにもメリットがあることを示す。

ガバナンスに関しては、当初、企業の成熟度や資金調達状況、株主構成などの観点から分析を行う予定であった。研究の過程で、特に経営者予想に影響を与え、かつ既存の経営者予想研究の流れに沿ったものに絞った結果、企業の成熟度と資金調達状況(とりわけ借入依存度)について優先的に分析した。加えて、情報伝達環境を改善する一因としてアナリストの存在が欠かせないことから、アナリスト・カバレッジやアナリスト予想についても、重点的に研究を行っている。

## 3. 研究の方法

研究は、先行研究をもとに構築した仮説をベースに、企業の財務情報、経営者予想、アナリスト予想、株価情報といった様々なデータを用い、仮説を実証していく手法を採用している。なお、検証の手法は先行研究でも用いられている一般的なものであり、データは企業が公表している財務情報やデータベンダーが提供している株価データといったデータベースから一般に入手可能な情報である。

手順としては、はじめに先行研究をもとにテーマを決め、仮説の構築し、合わせて先行研究の調査を行う。ある程度、先行研究の調査が済んだところでデータ分析を行い、結果が有用であると認められたものから論文としてまとめ、学会等で発表を行う。その上で、学会でのコメントをもとに修正を行いジャーナルに投稿する。基本的に作業は研究代表者が単独で行うが、適宜、関連する研究者や共著者とミーティングを行いながら研究を進める。

## 4. 研究成果

本研究の成果として、研究期間中、公表に至ったものとして、雑誌論文6件、学会発表3件がある。以下に、主要な成果の概略を示す。

- (1) 『企業の成熟度と経営者予想の楽観性および予想精度』(雑誌論文、奈良[2014])では、企業の成熟度と経営者予想の関係について分析した。企業のライフサイクルと配当の関係を説明した「配当ライフサイクル仮説」を支持する研究では、成熟度の低い企業では成長につながる魅力的な投資機会に恵まれることから資金需要が旺盛で、内部留保は株主還元ではなく投資に向けられることが明らかになっている(DeAngelo et al. [2006])。このため、成熟度の低い企業では株主還元が魅力的ではなく、その代

りに成長を印象づけ投資家の投資を促すインセンティブがある。そこで、成熟度の低い企業では経営者予想を楽観的に公表する傾向があり、予想精度が低いのではないかと考えた。分析の結果、仮説どおり成熟度の低い企業では経営者予想が楽観的であり精度が低い傾向があることが明らかになった。これまでも、経営者予想の精度には企業規模や企業の成長見通し、企業業績などが影響することが明らかになっていたが、新たに企業の成熟度が関係していることを示したのが本稿の貢献である。なお、成熟度の低い企業では経営者予想が楽観的で精度が低いことから、情報の利用者は十分な注意が必要であることも同時に明らかになった。

(2) “The Effect of Loan Dependence on Management and Analyst Forecasts”

(学会発表、奈良・野間[2015])では、銀行借入依存度と経営者予想・アナリスト予想の関係を明らかにした。企業が資金調達を行う際は、主に株式と負債という2つの手段があるが、負債のなかでも銀行借入は市場を介さず行え、企業にとって使い勝手の良い資金調達手法である。銀行借入の利点としては、相対の取引であることから、情報開示は銀行のみに行い、市場に対して不都合な情報を公に出す必要がない点にある。しかし、過度な銀行依存は、同時に株式市場・債券市場に向けた情報開示を減退する要因にもなる。そのため、情報開示の一部である経営者予想の作成および修正にも労力が割かれず、経営者予想の精度が低くなると推測する。さらに、こうした企業ではアナリスト・カバレッジが少なく、アナリスト予想の精度は低く、将来の企業業績の不確実性も高くなっていると考えられる。論文ではこうした点について分析を行い、銀行借入依存度の高い企業では、経営者予想の精度が低く、アナリスト・カバレッジが少なく、アナリスト予想の精度も低く、将来の企業業績の不確実性も上昇していることが明らかになった。こうした資金調達の関係と予想精度の関係を明らかにしたものは少なく、今後は資金調達のなかでも株式調達、特に株主構成と業績予想の関係などにおいても研究の余地がある。

(3) 『経営者予想の公表がアナリスト・コンセンサスに与える影響—企業規模の観点から—』(雑誌論文、奈良・野間[2014])

では、経営者予想の公表がアナリスト・コンセンサスに与える影響について、企業規模別に明らかにした。アナリスト・コンセンサスは証券会社等のアナリストが作成する企業の業績予想について

平均値を取ったものである。経営者予想が公表もしくは修正されると、アナリストは公表された情報をもとに自身の予想を公表する (Hassell et al. [1988]、野間[2008])ため、順次様々なアナリストから新しい予想が公表され、次第にコンセンサスにアナリストの予想が反映されていく。しかし、小規模企業においては調査を行うアナリスト数が十分でなく、また大規模企業に比べて調査の優先度・需要が劣後するため、情報更新のタイミングが遅れるという問題がある。このため、企業規模が小さいほど、情報更新が遅れると考えられる。分析では、経営者予想の公表直後では、大規模企業ほど経営者予想に対する反応が大きく、また、大規模企業では経営者予想の情報がアナリスト・コンセンサスに反映されるのが1~2週間程度であるのに対し、小規模企業では4週間経っても反映されないことが明らかになった。さらに、経営者予想の修正がアナリスト・コンセンサスに反映されなかった企業をサンプルから除外した場合、小規模企業であっても経営者予想公表後、1~2週間程度で経営者予想の情報がアナリスト・コンセンサスに反映されていることが明らかになった。これまでの研究では、経営者予想が公表されるとアナリスト予想が修正されることは明らかになっていたが、その程度は企業規模により異なり、小規模企業ほど経営者予想の情報がアナリスト予想に反映されづらく、その要因として、アナリストが予想を修正していないことを挙げた点が本稿の貢献である。

(4) 『経営者予想公表後のアナリストのハーディングとアナリスト予想の有用性—企業規模の観点から—』(雑誌論文、奈良・野間[2013])

では、経営者予想公表後のアナリストの予想修正行動およびアナリスト予想の情報有用性について分析した。先行研究では経営者予想が公表されると、アナリストは経営者予想に従って自身の予想を修正する(ハーディングする)ことが明らかになっている (Hassell et al. [1988]、野間[2008])が、アナリストは複数の企業を担当していることから、全ての企業について予想を直ちに更新するのは難しい。このようなことから、予想の更新においては投資家の調査の需要の高い大規模企業から修正が行われると考えられる。さらに、株式市場がこうしたアナリスト予想の特性を理解しているならば、大規模企業からアナリスト予想の情報が株価に織り込まれていると推察できる。分析の結果、経営者予想が公表されるとアナリストは直ちに自身の予想を経営者予想に

沿って修正し、その後、大規模企業からアナリスト固有の調査に基づく情報がアナリスト予想に加味されていくことが分かった。さらに、株式市場はこうしたアナリスト予想の特性を理解しており、経営者予想公表後に関しては経営者予想を参照し、その後、大規模企業から順にアナリスト予想を参照していくことも明らかになった。なお、本稿は2013年度証券アナリストジャーナル賞を受賞している。

- (5) 『アナリスト予想の価値関連性－アナリスト数の観点から－』（雑誌論文、奈良・野間[2013]）では、アナリスト数とアナリスト予想の価値関連性について分析した。先行研究では、アナリスト数が多い企業では、アナリスト予想の精度が高い傾向が指摘されている（Brown[1997]，太田[2005]）が、こうしたことが株式市場でも認識されているならば、アナリスト数が多い企業では、アナリスト予想の情報が株価に十分織り込まれていると考えられる。分析の結果、アナリスト数が多いほど、アナリスト予想の価値関連性が高いことが明らかになった。価値関連性が高いということは、それだけ予想情報が株価に織り込まれていることを示す。このことから、アナリスト数が多いほど、アナリストが作成するアナリスト予想の情報がよく株価に織り込まれていることが分かる。これまではアナリスト数が多いほど予想精度が高くなることが明らかになっていたが、本稿では情報伝達の機能に関してもアナリスト数が多いほどその機能が発揮されることを示した。なお、こうしたことからアナリスト数の少ない企業においては、アナリスト予想が株価に十分に反映されづらいという問題点もあることも同時に明らかになった。

#### <引用文献>

- Brown, L., Analyst forecasting errors: Additional evidence, *Financial Analysts Journal*, Vol. 53, No. 6, 1997, pp. 81-88
- Choi, J.H. and D.A. Ziebart, Management earnings forecasts and the market's reaction to predicted bias in the forecast, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, Vol. 11, No. 2, 2004, pp. 167-192
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. M. Stulz, Dividend policy and the earned /contributed capital mix: A test of the life-cycle theory, *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, No. 2, 2006, pp. 227-254
- Hassell, J. M., R. H. Jennings and D. J.

Lasser, Management earnings forecasts: Their usefulness as a source of firm-specific information to security analysis, *Journal of Financial Research*, Vol. 11, No. 4, 1988, pp. 303-320

太田浩司、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巻、2005、141-159

野間幹晴、経営者予想とアナリスト予想－期待マネジメントとハーディング、企業会計、第60巻、第5号、2008、756-762

#### 5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計6件）

- ① 奈良沙織、企業の成熟度と経営者予想の楽観性および予想精度、明大商学論叢（明治大学商学研究所）、査読有、第97巻、2号、2015、173-187
- ② 奈良沙織、野間幹晴、経営者予想の公表がアナリスト・コンセンサスに与える影響－企業規模の観点から－、経営財務研究、査読有、第34巻、第1・2号、2014、2-19
- ③ 奈良沙織、野間幹晴、QUICK 予想と IFIS 予想の予想精度と価値関連性、明大商学論叢（明治大学商学研究所）、査読有、第96巻、第1号、2013、11-25
- ④ INOUE Kotaro, NARA Saori, YAMASAKI Takashi, Are Japanese acquisitions efficient investments? RIETI discussion papers, 査読有, 2013, 13-E-085.
- ⑤ 奈良沙織、野間幹晴、経営者予想公表後のアナリストのハーディングとアナリスト予想の有用性－企業規模の観点から－、証券アナリストジャーナル、査読有、第51巻、第8号、2013、88-98
- ⑥ 奈良沙織、野間幹晴、アナリスト予想の価値関連性－アナリスト数の観点から－、会計、査読無、第184巻、第2号、2013、234-247

〔学会発表〕（計3件）

- ① NARA Saori, NOMA Mikiharu, Forecast accuracy and value relevance by firm size - A comparison of management and analyst forecasts, 28th Australasian Finance and Banking Conference 2015, 2015年12月18日, Sydney (Australia)
- ② NARA Saori, NOMA Mikiharu, The Effect of Loan Dependence on Management and

Analyst Forecasts, American  
Accounting Association Annual Meeting  
2014, 2014年8月5日, Atlanta (The  
U.S.)

- ③ 井上光太郎、奈良沙織、山崎尚志、Are  
Japanese Acquisitions Efficient  
Investments? 日本ファイナンス学会、  
第21回大会、2013年6月1日、武蔵大  
学（東京都）

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

奈良 沙織 (NARA, Saori)

明治大学・商学部・講師

研究者番号：40642880