

論文

経営者予想がアナリスト予想に与える影響

中井誠司

〈論文要旨〉

本研究では、アナリストによる収益予想の変動要因として経営者予想の発表を検討した。その結果、経営者予想の発表はアナリスト予想の精度を向上させ、アナリスト予想の散らばりを減少させることが分かった。また経営者予想が事前のアナリスト予想との比較でネガティブ・サプライズの場合、アナリストは以前の経営者予想の精度を考慮した利益予想の改訂を行なうことが分かった。これらの結果は投資家がアナリスト情報を利用する際の基礎的情報を提供する。

〈キーワード〉

アナリスト予想, 経営者予想, 予想精度, リビジョン, ディスパージョン

The effect of management earnings forecast issuance on analysts' forecast

Seiji Nakai

Abstract

This paper investigates the effect of the management earnings forecast issuance on analysts' earnings forecast. It finds that the management earnings forecast issuance increase the accuracy of analysts' earnings forecast and decrease analysts' forecast dispersion. It also shows that analyst' earnings forecast revisions are associated with the accuracy of prior forecasts by management when the surprise of management forecast is negative. These results provide the valuable evidence for the investors to use analysts' information.

Key Words

Analysts' earnings forecast, Management earnings forecast, Forecast accuracy, Revisions, Dispersion

2009 年 9 月 5 日 受付
2010 年 6 月 7 日 受理
筑波大学大学院ビジネス科学研究科博士後期課程

Submitted 5 September 2009
Accepted 7 June 2010
Doctoral Student of University of Tsukuba

1. はじめに

証券市場において、セルサイド・アナリストは企業と投資家を結ぶ役割を果たしている。アナリストは企業情報を収集・分析し、投資家の投資意思決定の参考となる情報提供を行う。具体的には調査企業の事業内容を分析し、業績を予想し、それをもとに株価に対する評価を行い、最終的に投資推奨を公表する。そのためアナリストによる調査企業の業績予想（以下、「アナリスト予想」）は、アナリストの投資推奨の意見形成の基礎となる。一方で利益予想に関しては、わが国では証券取引所の要請により上場企業は経営者による業績予想（以下、「経営者予想」）を公表している¹。このようにわが国では予想利益情報に関して2つの情報がある。本稿ではアナリスト予想が経営者予想の発表によって、どのように変化するかを検討する。投資家がアナリスト情報を利用する場合に、アナリスト予想の変動要因を知ることは有益である。

本稿の特徴は以下の二点である。先ずアナリスト予想の月次変化を計測することにより、経営者予想の発表のインパクトを分析した点である。これまでの研究では一時点の経営者予想とアナリスト予想を比較する研究が多かったが、本稿では経営者予想の発表があった月と無かった月のアナリスト予想を比較し、経営者予想の発表がアナリスト予想にどのような影響を与えているかを検討した。その結果、経営者予想の発表はアナリスト予想に対してインパクトを持ってアナリスト予想の精度を向上させることが示された。二番目の特徴は、分析対象としてアナリスト予想の散らばり(dispersion)を加えた点である。近年、アナリスト予想の散らばりは、企業の情報環境の中で不確実性を表す指標として注目されている。アナリスト予想の散らばりに関するこれまでの研究では株式リターンとの関係についての研究が多かったが、本稿ではアナリスト予想の散らばりの変化を分析対象とし、その変化の要因として経営者予想の発表を検討した。分析結果では経営者予想の発表はアナリスト予想の散らばりを減少させることが示され、経営者予想の発表が当該企業の将来利益に対する不確実性を低下させることが分かった。

本稿の構成は以下の通りである。先ず次節において先行研究および本稿の仮説について説明する。次に第3節においてサンプルとリサーチ・デザインを説明する。そして第4節において分析結果を示した上で考察を行い、最終節で結論と今後の課題を述べる。

2. 先行研究と仮説の導出

2.1 先行研究

経営者予想の発表は、アナリストが業績予想を行うに際し、その基礎となる情報量の増加を意味する。Bowen et al. (2002)では、経営者予想の発表によりアナリストの予測誤差は減少し、その散らばりも減少することを明らかにしている。日本においても、太田(2007)では期中のアナリスト予想の変動の95%以上が経営者予想の変動によって説明されることを明らかにしている。野間(2008)は、経営者予想が公表されるとアナリストは直ちにその予想を修正することを示している。

また経営者予想の発表はアナリストにとっての情報量の増加だけではなく、アナリストに対する経営者の期待マネジメントにも用いられる。これまでの研究では、実績利益が直近のアナリスト予想に未達の場合、その企業の株価が下落することが明らかになっている(Skinner and

Sloan 2002; Lopez and Ress 2002 等). そのため実績利益がアナリスト予想を上回るように、事前に経営者はアナリスト予想が高まらないようにするインセンティブが働く. Cotter et al. (2006)ではアナリスト予想が楽観的である場合に経営者は利益ガイダンスを公表する傾向があることを示している. また Baik and Jiang(2006)では実績利益発表時のネガティブ・サプライズの代償が大きい企業ほど、保守的な経営者予想を公表することを示している. わが国においても、浅野(2007)では、企業は期初予想を期中に修正し、実績利益発表時のネガティブ・サプライズを回避する傾向があることを明らかにしている.

このように経営者予想はアナリスト予想に対して様々な影響を与えるが、わが国において、経営者予想の発表がアナリスト予想に与えるインパクトを直接的に分析した研究はない. 本稿では IFIS データから入手した広範なアナリストデータを用いることにより、経営者予想発表後のアナリスト予想の変化の分析を行う.

2.2 仮説の導出

経営者予想の発表のアナリスト予想に対する影響として、先ずアナリスト予想の予測誤差の変化に着目する. アナリスト予想の予測誤差は、決算期末に向けて時間の経過とともに減少することが知られている. もし経営者予想の発表がアナリスト予想の予測誤差に直接的に影響を与えていれば、その発表が行われた月においてアナリスト予想の予測誤差はより減少するものと予想される. そこで本稿では以下の仮説を設定する.

【仮説 1】 経営者予想の発表はアナリスト予想の精度を向上させ、予測誤差を減少させる.

また一方で、経営者予想の発表によりアナリストが利用する情報の一部の精度が向上することが期待され、その結果、アナリスト予想の散らばりは減少することが予想される. そこで以下の仮説を設定する.

【仮説 2】 経営者予想の発表はアナリスト予想の散らばりを減少させる.

次に経営者予想の内容とアナリスト予想の改訂、散らばりの変化との関係について考える. ここでは経営者予想の数字が経営者予想発表の直前のアナリスト予想を上回る（下回る）場合の、そのサプライズとアナリスト予想の改訂や散らばりの変化との関係を捉える.

先ず経営者予想のサプライズとアナリスト予想の改訂の関係について考える. これまでの研究ではサプライズの大きい場合ほど、アナリスト予想の改訂が大きいことが明らかになっており(Hassell et al. 1988 ; Baginski and Hassell 1990), 本稿でも同様の仮説を設定する.

【仮説 3a】 経営者予想のサプライズが大きい企業ほど、アナリスト予想の改訂は大きい.

またアナリストは直近の経営者予想のみならず、以前の経営者予想の精度も考慮して利益予想を行う(Williams 1996). 加えてわが国では、経営者予想の楽観的(保守的)な予測がバイアスとして継続することが明らかになっている(清水 2007). 経営者予想に継続したバイアスが存在するのであれば、アナリストはそのバイアスを考慮した利益予想を行うことが予想され、以下の仮説を設定する.

【仮説 3b】 経営者予想の過去のバイアスを反映して、アナリスト予想は改訂される。

次に経営者予想のサプライズとアナリスト予想の散らばりとの関係について考える。Morse et al. (1991)ではベイズ的アプローチによるモデルを構築し、実績利益のサプライズとアナリスト予想の散らばりとの間に正の関係を検出した。また Baginski et al. (1993)では、経営者予想発表時の累積異常株式リターンとその残差からサプライズを捉え、サプライズの大きい企業ほどアナリスト予想の散らばりの減少が小さいことを明らかにした。経営者予想のサプライズを将来利益に対する不確実性の増加と考えれば、経営者予想のサプライズが大きい企業は、サプライズが小さい企業と比較してアナリスト予想の散らばりが大きくなることが予想される。そこで以下の仮説を設定する。

【仮説 4a】 経営者予想のサプライズが大きい企業ほど、アナリスト予想の散らばりは増加する。

一方で経営者予想の精度が低ければ将来利益に対する不確実性は増加し、アナリスト予想の散らばりも増加することが予想され、以下の仮説を設定する。

【仮説 4b】 経営者予想の精度が低い企業ほど、アナリスト予想の散らばりは増加する。

本稿では以上の仮説を検証する。

3. データ・サンプルと分析方法

3.1 データ・サンプル

経営者予想データは日経 QUICK の AMSUS から入手した。分析対象企業は東証 1 部銘柄とし、予想利益は本決算時の連結優先の経常利益とした。対象決算期は 2002 年 3 月期から 2005 年 9 月期である。ただし実績利益が連結であるものの予想利益が単独のみの企業はサンプルから除き、また経営者予想が 2 回目以降の場合は前回予想数字と異なる場合のみを抽出した。一方、アナリスト予想データは IFIS ジャパンより入手した。分析対象日の 180 日以内に発表されたレポートのみを抽出し、散らばりの計算のためレポートを公表しているアナリストが 3 人以上の企業を分析対象とした。その他の各種データは Reuter より入手した。

3.2 分析方法

【仮説 1】、【仮説 2】の分析のためのデータセットの作成方法は以下の通りである。まず経営者予想が発表された企業の年月と同一企業・同一年度の他の月のデータを抽出した。そしてアナリスト予想の精度や散らばりの変化を月次で計測し、全ての変数が揃うデータのうち、異常値処理としてアナリスト予想コンセンサスの変化及び散らばりの変化の値が両側 1 パーセントタイルを超える月次データが含まれる企業・年を除いた。その結果サンプル数は 15,936 (1,328 企業・年×12 か月) となった。

【仮説 1】については、以下のような回帰式を考える²。

$$DACC = \alpha + \beta_1 MF_Dummy + \beta_2 lag_MF_Dummy + \beta_3 Size + \beta_4 NoA + \beta_5 ACC + \varepsilon \quad \cdots(1)$$

$$DACC : \frac{|\text{今月末の今期コンセンサス予想} - \text{今期実績利益}| - |\text{先月末の今期コンセンサス予想} - \text{今期実績利益}|}{|\text{今期実績利益}|}$$

MF_Dummy : 経営者予想の公表があった月は 1, その他は 0

lag_MF_Dummy : 先月に経営者予想の公表があった月は 1, その他は 0

$Size$: 先月末の時価総額(百万円)の自然対数

NoA : 先月末の当該企業をカバーするアナリスト数の自然対数

$$ACC : \frac{|\text{先月末の今期コンセンサス予想} - \text{今期実績利益}|}{|\text{今期実績利益}|}$$

アナリスト予想のコンセンサスとしては、集計された個別アナリストの予想値の中央値を用いる。経営者予想の発表による影響がどの程度続くかは不明なので、公表月に関するダミー変数に加え、そのラグのダミー変数も回帰式に含めた。また企業規模と予想するアナリスト数は企業の情報環境に関連があると考え、それらをコントロール変数とした。今回は精度の変化を分析対象としているが、精度の水準自体もコントロール変数に加えた(Bowen et al. 2002)。ここで想定される係数の符号は $\beta_1 < 0$ もしくは $\beta_2 < 0$ である。

同様に【仮説 2】については以下のような回帰式を考える。

$$DDISP = \alpha + \beta_1 MF_Dummy + \beta_2 lag_MF_Dummy + \beta_3 Size + \beta_4 NoA + \beta_5 DISP + \varepsilon \quad \cdots(2)$$

$$DDISP : \frac{\text{今月末の今期アナリスト予想の標準偏差} - \text{先月末の今期アナリスト予想の標準偏差}}{\text{前決算期末の時価総額}}$$

$$DISP : \frac{\text{先月末の今期アナリスト予想の標準偏差}}{\text{前決算期末の時価総額}}$$

アナリスト予想の散らばりについても予想精度の分析と同様に、公表月ダミーとそのラグを説明変数とし、企業規模とアナリスト数とアナリスト予想の散らばりの水準をコントロール変数とした。ここで想定される係数の符号は $\beta_1 < 0$ もしくは $\beta_2 < 0$ である。

次に【仮説 3】、【仮説 4】では、経営者予想の発表日前後のアナリスト予想とその散らばりの変化を分析対象とする。経営者予想発表日の前日と 20 営業日後の 2 時点の差異を分析対象とする³。異常値処理として、アナリスト予想の改訂率と散らばりの変化の両側 1 パーセントイルを超えるデータを除いた。最終的なデータ・サンプル数は 2,831 である⁴。

【仮説 3a】、【仮説 3b】について、以下のような回帰式を考える。

$$REV = \alpha + \beta_1 SUR + \beta_2 (N \times SUR \times LACC) + \beta_3 (P \times SUR \times LACC) + \beta_4 Size + \beta_5 NoA + \varepsilon \quad \cdots(3)$$

$$REV = \alpha + \beta_1(N \times SUR) + \beta_2(P \times SUR) + \beta_3(N \times SUR \times LACC) + \beta_4(P \times SUR \times LACC) + \beta_5 Size + \beta_6 NoA + \varepsilon \quad \cdots(4)$$

$$REV: \frac{\text{経営者予想発表20営業日後のコンセンサス予想利益} - \text{経営者予想発表前日のコンセンサス予想利益}}{|\text{経営者予想発表前日のコンセンサス予想利益}|}$$

$$SUR: \frac{\text{経営者予想利益} - \text{経営者予想発表前日のコンセンサス予想利益}}{|\text{経営者予想発表前日のコンセンサス予想利益}|}$$

$$LACC: \frac{\text{前年度実績利益} - \text{前年同月の経営者予想利益}}{|\text{前年度実績利益}|}$$

N : $SUR < 0$ の場合は1, その他は0

P : $SUR \geq 0$ の場合は1, その他は0

前述したように、会社の実績利益がアナリスト予想のコンセンサスに達しない場合、実績利益公表時に株価は大きく下落する。そこでここでは経営者予想がコンセンサス予想を上回る場合と下回る場合とに区別した分析も同時に行なう。

変数 SUR は経営者予想のサプライズについての変数である。経営者予想が事前のアナリスト予想のコンセンサスよりも大きい(小さい)場合、経営者予想発表後のアナリスト予想のコンセンサスの改訂も大きい(小さい)ことが予想される。ここで想定される係数の符号は(3)式では $\beta_1 > 0$ であり、(4)式では $\beta_1 > 0$ かつ $\beta_2 > 0$ である。一方、変数 $LACC$ は経営者予想のバイアスについての変数である。過去の経営者予想が保守的(楽観的)であるならば、アナリスト予想は経営者予想に対してより強気(弱気)であることが予想される。ただし過去の経営者予想のバイアスは独立した効果ではなく、直近の情報を評価する上での効果とし、変数 SUR との交差項を考える。経営者予想のサプライズが正の場合、想定される係数の符号は(3)式では $\beta_3 > 0$ であり、(4)式では $\beta_4 > 0$ である。また経営者予想のサプライズが負の場合、想定される係数の符号は(3)式では $\beta_2 < 0$ であり、(4)式では $\beta_3 < 0$ である。また【仮説1】や【仮説2】の回帰式と同様、企業規模と予想するアナリスト数と経営者予想の精度の水準をコントロール変数とした。

【仮説4a】、【仮説4b】については以下のような回帰式を考える。

$$DDISP = \alpha + \beta_1 |SUR| + \beta_2 (|SUR| \times |LACC|) + \beta_3 Size + \beta_4 NoA + \beta_5 DISP + \varepsilon \quad \cdots(5)$$

$$DDISP = \alpha + \beta_1 (N \times |SUR|) + \beta_2 (P \times |SUR|) + \beta_3 (N \times |SUR| \times |LACC|) + \beta_4 (P \times |SUR| \times |LACC|) + \beta_5 Size + \beta_6 NoA + \beta_7 DISP + \varepsilon \quad \cdots(6)$$

ここでも経営者予想のサプライズの正負により区別した分析を行う。また経営者予想のサプライズや精度について、その方向性ではなく絶対値を説明変数とする。経営者予想のサプライズが大きければ将来利益に対する不確実性が上昇すると考える。ここで想定される係数の符号は(5)式では $\beta_1 > 0$ であり、(6)式では $\beta_1 > 0$ かつ $\beta_2 > 0$ である。また経営者予想の精度が高ければ、それだけ将来利益に対する不確実性が減少するものと考え。経営者予想の精度については、アナリスト予想の改訂の分析と同様に変数 $(|SUR|)$ との交差項を考える。ここで想定される係数の符号は(5)式では $\beta_2 > 0$ であり、(6)式では $\beta_3 > 0$ かつ $\beta_4 > 0$ である。コントロール変数

は企業規模と予想するアナリスト数と経営者予想の散らばりの大きさとした。

4. 分析結果

4.1 基本統計量

【仮説 1】及び【仮説 2】で用いたサンプルの基本統計量を(表 1)に, 【仮説 3】及び【仮説 4】で用いたサンプルの基本統計量を(表 2)に示す。

(表 1) 基本統計量(1)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
DACC	-0.017	0.123	-0.043	0.000	0.022
DDISP	0.000	0.003	-0.001	0.000	0.000
ACC	0.192	0.313	0.042	0.101	0.223
DISP	0.007	0.006	0.003	0.005	0.009
Size	12.404	1.134	11.610	12.242	13.218
NoA	2.064	0.486	1.609	2.079	2.485

(表 2) 基本統計量(2)

	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
REV	0.003	0.303	-0.083	0.000	0.078
DDISP	-0.001	0.006	-0.003	-0.001	0.001
SUR	0.003	0.499	-0.102	-0.004	0.078
LACC	-0.328	2.832	-0.134	0.020	0.120
Size	12.285	1.161	11.473	12.137	13.087
NoA	2.028	0.493	1.609	2.079	2.485
DISP	0.011	0.013	0.004	0.008	0.013

$$DACC: \frac{|\text{今月末の今期コンセンサス予想} - \text{今期実績利益}| - |\text{先月末の今期コンセンサス予想} - \text{今期実績利益}|}{|\text{今期実績利益}|}$$

$$DDISP: \frac{\text{今月末の今期アナリスト予想の標準偏差} - \text{先月末の今期アナリスト予想の標準偏差}}{\text{前決算期末の時価総額}}$$

$$ACC: \frac{|\text{先月末の今期コンセンサス予想} - \text{今期実績利益}|}{|\text{今期実績利益}|}$$

$$DISP: \frac{\text{先月末の今期アナリスト予想の標準偏差}}{\text{前決算期末の時価総額}}$$

Size: 先月末の時価総額(百万円)の自然対数

NoA: 先月末の当該企業をカバーするアナリスト数の自然対数

$$REV: \frac{\text{経営者予想発表20営業日後のコンセンサス予想利益} - \text{経営者予想発表前日のコンセンサス予想利益}}{|\text{経営者予想発表前日のコンセンサス予想利益}|}$$

$$SUR: \frac{\text{経営者予想利益} - \text{経営者予想発表前日のコンセンサス予想利益}}{|\text{経営者予想発表前日のコンセンサス予想利益}|}$$

$$LACC: \frac{\text{前年度実績利益} - \text{前年同月の経営者予想利益}}{|\text{前年度実績利益}|}$$

(表 1)において変数 DACC の符号に関する内訳は負が 49%, ゼロが 12%, 正が 38%である。平均値も負であり, これはアナリスト予想の精度が時間とともに向上することを意味している。また(表 1), (表 2)で変数 NoA の中央値は 2.079 であり, これはフォローするアナリスト数の中央値が 8 人であることを示す。本稿ではフォローするアナリストが 3 人以上の企業をサンプルとしており, それは投資家の関心が高い企業であると言える。

4.2 分析結果

先ず【仮説 1】及び【仮説 2】に対する分析結果を(表 3)に示す

(表 3) 経営者予想の発表時における影響

$$DACC = \alpha + \beta_1 MF_Dummy + \beta_2 lag_MF_Dummy + \beta_3 Size + \beta_4 NoA + \beta_5 ACC + \varepsilon$$

$$DDISP = \alpha + \beta_1 MF_Dummy + \beta_2 lag_MF_Dummy + \beta_3 Size + \beta_4 NoA + \beta_5 DISP + \varepsilon$$

	DACC			DDISP	
	係数	t値		係数	t値
Intercept	0.013	1.26		0.001	6.07 **
MF_dummy	(x100) -2.486	-9.89 **		(x100) 0.003	0.53
lag_MF_dummy	(x100) -0.318	-1.26		(x100) -0.071	-12.18 **
Size	(x100) 0.016	0.15		(x100) -0.009	-3.54 **
NoA	(x100) -0.011	-0.04		(x100) 0.019	3.33 **
ACC	-0.145	-49.85 **			
DISP				-0.157	-44.33 **
調整済決定係数	0.144			0.123	

**は1%で有意, *は5%で有意を示す

アナリスト予想に精度に関する【仮説 1】について, 変数 MF_Dummy の係数は統計的に有意に負である。このことは経営者予想の発表によってアナリスト予想の精度がより向上したことを示しており, 【仮説 1】は支持された。一方で変数 lag_MF_Dummy の係数は負であるが, 統計的に有意ではない。アナリストは経営者予想の発表後直ちに利益予想を修正し, その結果予想精度が向上したものとする。この点は, 野間(2008)の結果と一貫している。

次にアナリストの散らばりに変化に関する【仮説 2】について検討する。変数 MF_Dummy の係数は正であるが, 統計的に有意ではない。一方で変数 lag_MF_Dummy の係数は負であり, 統計的にも有意である。これは経営者予想の月内での発表タイミングの問題がある⁵。月末近

くで経営者予想が発表された場合、それを反映したアナリスト予想が概ね揃うのが翌月であるとすれば、1か月ラグのダミー変数の係数が負の値となることが予想される。時間のラグはあるが、【仮説 2】も支持された。

次に【仮説 3】に関する分析結果を(表 4)に示す。

(表 4) 経営者予想とアナリスト予想の改訂との関係

$$REV = \alpha + \beta_1 SUR + \beta_2 (N \times SUR \times LACC) + \beta_3 (P \times SUR \times LACC) + \beta_4 Size + \beta_5 NoA + \varepsilon \quad \cdots (3)$$

$$REV = \alpha + \beta_1 (N \times SUR) + \beta_2 (P \times SUR) + \beta_3 (N \times SUR \times LACC) + \beta_4 (P \times SUR \times LACC) + \beta_5 Size + \beta_6 NoA + \varepsilon \quad \cdots (4)$$

	(3)式		(4)式	
	係数	t値		t値
Intercept	-0.081	-1.54	-0.192	-3.85 **
SUR	0.314	32.35 **		
N × SUR			0.165	13.73 **
P × SUR			0.561	35.61 **
N × SUR × LACC	-0.046	-8.47 **	-0.051	-9.98 **
P × SUR × LACC	-0.006	-5.06 **	0.000	0.44
Size	0.010	1.90	0.017	3.40 **
NoA	-0.019	-1.55	-0.025	-2.13 *
調整済決定係数	0.322		0.400	

**は1%で有意, *は5%で有意を示す

アナリスト予想のコンセンサスの改訂に関する【仮説 3a】について、(3)式での変数 SUR の係数は正であり、統計的に有意である。また(4)式で変数(N×SUR)の係数も変数(P×SUR)の係数も正で統計的に有意である。経営者予想のサプライズの大きさに応じて、アナリストの利益予想が改訂されることが分かる。

次に経営者予想の過去のバイアスについて【仮説 3b】について検討する、(3)式においても(4)式においても変数(N×SUR×LACC)の係数は負であり、統計的に有意である。この結果から経営者予想がネガティブ・サプライズの場合、アナリストは過去の経営者予想のバイアスを考慮することが分かる。一方で(3)式において変数(P×SUR×LACC)の係数の和は負であり、統計的にも有意である。これは想定された符号と逆である。また(4)式での変数(P×SUR×LACC)の係数の和は正であるが、統計的には有意ではない。これらの結果により経営者予想がネガティブ・サプライズの場合にのみ、アナリストは過去の経営者予想のバイアスを考慮することが分かる。

またこれまでの検証に加えて、変数 LACC に関する追加検証を行なった。(表 2)により変数 LACC の分布は歪んでいる。変数 LACC に関して正の範囲で 5 分割、負の範囲で 5 分割して、小さい値の順から(-5)から 5 までのクラスを変数に用いた分析を行なった。(4)式において、変数(P×SUR×LACC)の係数が正で統計的に有意になった点を除いて、同様の結果であった。

以上の結果から【仮説 3a】は支持されたが、【仮説 3b】に関しては経営者予想がネガティブ・サプライズの場合に支持されることが分かった。なお決定係数について、同様の研究である太田

(2007)では0.972であるが、本稿では0.3程度である。決定係数が違う理由として、太田(2007)では東洋経済データをアナリスト予想として用いているのに対し、本稿ではIFISデータを用いていることによるサンプルの違いの問題の可能性がある。

次にアナリスト予想の散らばりの変化に関する【仮説4】の結果を(表5)に示す。

(表5) 経営者予想とアナリスト予想の散らばりとの関係

$$DDISP = \alpha + \beta_1 |SUR| + \beta_2 (|SUR| \times |LACC|) + \beta_3 Size + \beta_4 NoA + \beta_5 DISP + \varepsilon \quad \cdots (5)$$

$$DDISP = \alpha + \beta_1 (N \times |SUR|) + \beta_2 (P \times |SUR|) + \beta_3 (N \times |SUR| \times |LACC|) + \beta_4 (P \times |SUR| \times |LACC|) + \beta_5 Size + \beta_6 NoA + \beta_7 DISP + \varepsilon \quad \cdots (6)$$

		(5)式		(6)式	
		係数	t値		t値
Intercept	(x100)	0.221	1.78	0.224	1.81
SUR	(x100)	0.194	7.49 **		
N × SUR	(x100)			0.234	7.58 **
P × SUR	(x100)			0.104	2.68 **
SUR × LACC	(x100)	-0.005	-2.17 *		
N × SUR × LACC	(x100)			0.038	3.05 **
P × SUR × LACC	(x100)			-0.005	-1.82
Size	(x100)	-0.021	-1.74	-0.021	-1.73
NoA	(x100)	0.022	0.78	0.021	0.75
DISP	(x100)	-16.796	-18.45 **	-17.040	-18.76 **
調整済決定係数		0.108		0.114	

**は1%で有意, *は5%で有意を示す

先ず(5)式において変数(|SUR|)の係数は正であり、統計的に有意である。経営者予想に大きなサプライズがあった場合、それは将来利益の不確実性の増加と捉えられ、アナリスト予想の散らばりが増加することを示している。同様に(6)式においては、変数(N × |SUR|)の係数と変数(P × |SUR|)の係数は正であり統計的に有意である。これらの結果から、経営者予想がネガティブ・サプライズの場合でもポジティブ・サプライズの場合にも、経営者予想のサプライズが大きい場合は将来利益の不確実性が増加し、アナリスト予想の散らばりが増加することが分かる。

次に経営者予想の過去のバイアスとアナリスト予想の散らばりの変化との関係である【仮説4b】について検討する。(5)式において変数(|SUR| × |LACC|)の係数は負であり、統計的にも有意である。これは想定された符号と逆である。一方で(6)式では変数(N × |SUR| × |LACC|)の係数の符号は正で統計的に有意である。また変数(P × |SUR| × |LACC|)の係数の合計は負であるが、統計的には有意ではない。これらの結果から経営者予想がネガティブ・サプライズの場合に、経営者予想の過去のバイアスがアナリスト予想の散らばりの変化に影響することが分かる。

また【仮説 4a】、【仮説 4b】に対しても、変数($|LACC|$)に関して追加検証を行った。変数($|LACC|$)の大きさにより 10 分割をして、そのクラスを変数とした分析を行った。その結果、(5)式において変数($|SUR| \times |LACC|$)の係数は負であるが統計的には有意ではなく、(6)式の変数($P \times |SUR|$)の係数は正であるが統計的に有意ではなかった点を除いて、同様の結果となった。

以上の結果より、【仮説 4a】は支持されたが、【仮説 4b】については経営者予想がネガティブ・サプライズの場合にのみ支持された。

5. 結論と今後の課題

本稿では、経営者予想の発表がアナリスト予想に与える影響を検討した。先ず経営者予想の発表により、アナリスト予想の精度が向上することが分かった。アナリストの投資意見形成の基礎となる収益予想の精度が向上することは、投資家が利用するアナリスト情報の質を高めることになる。また経営者予想の発表により、アナリスト予想の散らばりは縮小することが分かった。これは経営者予想の発表により、アナリストが利用する情報の一部の精度が向上し、将来利益への不確実性が減少したためである。次に経営者予想のサプライズや過去のバイアス・精度とアナリスト予想の改訂や散らばりの変化との関係を検証した。そこでは先ず経営者予想のサプライズの大きさに応じて、アナリストはその後の予想を改訂することが明らかになった。またその改訂は過去の経営者予想が保守的(楽観的)であれば、アナリスト予想は経営者予想に対して強気(弱気)になることが予想される。検証結果は、経営者予想がポジティブ・サプライズの場合とネガティブ・サプライズの場合とで異なった。経営者予想がネガティブ・サプライズの場合はアナリストの利益予想の改訂は過去の経営者予想のバイアスが考慮されているが、ポジティブ・サプライズの場合は考慮されているとは言えない結果となった。一方、経営者予想のサプライズや過去の精度とアナリスト予想の散らばりの変化との関係は、サプライズの大きい企業ほどアナリスト予想の散らばりは大きくなる。これは経営者予想のサプライズが大きいことは将来利益への不確実性が上昇したと捉えられ、その結果、アナリスト予想の散らばりが増加することを示している。

今後の課題は、アナリスト予想と株式リターンとの関係を検討する際に、経営者予想の影響を考慮した分析が必要である。アナリスト予想の改訂や散らばりがその後の株式リターンに影響を与えていることは知られているが⁶、そもそもアナリスト予想が経営者予想に影響を受けているのであれば、株式リターンとの関係もアナリスト予想独自の効果なのか、それとも経営者予想による効果なのかを分ける必要がある。本稿の結果は、経営者予想のアナリスト予想への直接的な影響を明らかにし、アナリスト予想独自の情報効果を抽出するための基礎データを提供する。

(謝辞)

本稿を作成するにあたり、八重倉孝先生(法政大学)、椿広計先生(筑波大学)、奥村雅史先生(早稲田大学)及び二名の匿名のレフェリーの先生方より有益なコメントを頂きました。また IFIS ジャパンよりデータ提供のご厚意を受けました。ここに謝辞を申し上げます。本研究の一部は

日本学術振興会科学研究費基盤研究 (A)「技術開発促進のための新たな統計科学体系とそれに基づく情報システム開発」の支援を受けた。

(注釈)

¹ 経営者予想については太田(2006)が詳しい。

² 予測精度の基準化の方法として、時価総額を分母とすると益回りの指標となり株価要素を含めた分析となるため、実績利益の絶対値を分母とした。

³ 1カ月程度の営業日数を分析対象とした。

⁴ 同一企業でも複数回、経営者予想を発表していれば違うサンプルとなる。サンプルの企業数は519で、同一企業で一番多いサンプルは14であった。また経営者予想のサプライズに関するサンプル数はポジティブ・サプライズが1,389であり、ネガティブ・サプライズが1,442であった。

⁵ 経営者予想発表ダミーを上旬・中旬・下旬に分けて分析すると、月上旬ダミーの係数は負であり、統計的に有意である。

⁶ わが国のアナリスト予想の散らばりと株式リターンの関係については田村他(2007)を参照。

(参考文献)

- 浅野敬志. 2007. 「経営者の業績予想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 23: 33-42.
- Baik, B. and G. Jiang. 2006. The use of management forecasts to dampen analysts expectations. *Journal of Accounting and Public Policy* 25(5): 531-553.
- Baginski, S. P. and J. M. Hassell. 1990. The market interpretation of management earnings forecasts as a predictor of subsequent financial analyst forecast revision. *Accounting Review* 65(1): 175-190.
- Baginski, S. P., E. J. Conrad, and J. M. Hassell. 1993. The effects of management forecast precision on equity pricing and on the assessment of earnings uncertainty. *Accounting Review* 68(4): 913-927.
- Barron, O. E., D. Byard, and Y. Yo. 2008. Earnings surprises that motivate analysts to reduce average forecast error. *Accounting Review* 83(2): 303-325.
- Barron, O. E., O. Kim, S. C. Lim, and D. E. Stevens. 1998. Using analysts' forecasts to measure properties of analysts' information environment. *Accounting Review* 73(5): 421-433.
- Bowen, R. M., A. K. Davis, and D. A. Matsumoto. 2002. Do conference call affect analysts' forecast? *Accounting Review* 77(2): 285-316.
- Brown, L. D., J. C. Y. Han. 1992. The impact of annual earnings announcements on convergence of beliefs. *Accounting Review* 67(4): 862-875.
- Clement, M., R. Frankel, and J. Miller. 2003. Confirming management earnings forecasts, earnings uncertainty, and stock return. *Journal of Accounting Research* 41(4): 653-679.
- Cotter, T. and P. D. Wysocki. 2006. Expectations management and beatable targets: How do

- analysts react to explicit earnings guideline? *Contemporary Accounting Research* 23(3): 593-624.
- Hassell, J. M., R. H. Jennings, and D. J. Lasser. 1988. Management earnings forecast: Their usefulness as a source of firm-specific information to security analysts. *Journal of Financial Research* 11(4): 303-319.
- Lopez, T. and T. Ress. 2002. The effect of beating and missing analysts' earnings forecasts on the information content of unexpected earnings. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 17(2): 155-184.
- Morse, D., J. Stephan, and E. L. Stice. 1991. Earnings announcements and the convergence (or divergence) of beliefs. *Accounting Review* 66(2): 376-388.
- 野間幹晴. 2008. 「経営者予想とアナリスト予想」 企業会計 60(5): 756-762.
- 太田浩司. 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 54(1): 53-94.
- 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 45(8): 54-66.
- 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.
- Skinner, D. and R. Sloan. 2002. Earnings surprises, growth expectations, and stock return: Don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies* 7(2-3): 289-312.
- 田村浩道・伊藤桂一・石川慶. 2007. 「アナリストディスパージョン効果のグローバル分析」 証券アナリストジャーナル 45(8): 42-53.
- Williams, P. A. 1996. The relation between a prior earnings forecast by management and analyst response to a current management forecast. *Accounting Review* 71(1): 103-113.