

会社業績予想における経営者バイアスの影響

円谷 昭一

目次

- | | |
|----------------|--------------------|
| 1. 研究の動機 | 5. 経営者バイアスと予想誤差の関係 |
| 2. 調査概要と回答企業属性 | 6. 経営者バイアスの発生要因 |
| 3. 調査結果 | 7. まとめと課題 |
| 4. サンプルの抽出 | |

企業が発表する業績予想に関する先行研究では、企業ごとの規模や財務内容、配当行動や上場取引所の違いによって、業績予想値にある方向（上方または下方）へのバイアスが生じることが指摘されている。このバイアスのことを経営者バイアスという。本稿では、全上場企業への質問調査を行うことで経営者バイアスの存在を直接的に確かめている。調査結果に基づいて経営者バイアスの存在を確認した上で、実際に発表されている業績予想値に経営者バイアスが影響を与えているかを確かめている。また、経営者バイアスの発生原因について検証している。経営者バイアスは企業規模や財務内容、配当行動などの要因によって発現し、その後にバイアスが不可逆的に固定化されると考えられる。

1. 研究の動機

企業が発表する業績予想に関する先行研究では、企業ごとの規模や財務体質、配当行動や上場取引所の違いによって、業績予想の内容が変化することが確かめられている。企業が前期末の決算短信において発表する当期の業績予想（期初予想と呼ぶ）はこれらの要因の影響を受ける。

清水 [2007] では、「このような直接的な要因

以外にも、企業や経営者の特性なども経営者予想には反映される可能性がある」（80ページ）と指摘しており、企業規模や財務体質といった直接的要因に加え、経営者の特性などによって業績予想値にある方向へのバイアスが生じると述べている。このバイアスのことを経営者バイアスという。また、「企業を取り巻く環境や経営者はそれほど頻繁には変わらないと考えられる。したがって、経営者予想にこのようなバイアスが存在するなら



円谷 昭一（つむらや しょういち）

埼玉大学 経済学部 専任講師。2001年一橋大学商学部卒業。06年一橋大学大学院商学研究科博士課程修了、博士（商学）取得。07年より現職、日本IR協議会客員研究員。

ば、楽観的な予想を出す企業は継続して楽観的な予想を、保守的な予想を出す企業は継続して保守的な予想を出し続ける可能性がある」（80ページ）とし、経営者バイアスの検証を試みている。

清水〔2007〕では、期初予想と当期実績値の乖離率（予想誤差と呼ぶ）を計算し、予想誤差の符号が時系列で継続することを確認することで経営者バイアスの存在の証拠としている。しかしながら、予想誤差の継続性はあくまで経営者バイアスの代理変数である。

経営者バイアスの存在を確認するためには、経営者に対して質問調査を実施することが有効である。現在の会計研究では、大量データを用いての実証研究が広く行われているが、そうしたアーカイバル研究では統計的に支持された結果が得られるという利点などがある一方で、幾つかの限界も指摘されている（注1）。例えば、アナリスト予想を上回る、前期実績値を上回るといったような複数のバイアスを経営者が持つ場合に、経営者はどのバイアスを相対的に重視するのであろうか。こうした点を明らかにするためにはアーカイバル研究よりも質問調査が有効となる。

業績予想に関する質問調査は以前から行われて

いる。例えば日本経済新聞社が2007年12月に実施した調査（2007年12月28日付朝刊）では、「業績予想を出す際に最も近い考え方は」という問いに対して、回答企業の44%が「下方修正を避けるため、業績予想は慎重な内容にした方がよい」と答えている。しかしながら、業績予想項目に焦点を絞った質問調査は、筆者がサーベイする限りではわが国ではいまだ実施されていない。ここに本稿の意義が期待される。

2. 調査概要と回答企業属性

本稿で行った質問調査は、日本IR協議会が毎年行っている「IR活動の実態調査」（以下、実態調査と呼ぶ）に業績予想に関連する質問項目を加えることで実施している。具体的には、08年2月に実施された第15回実態調査に図表1、2のような設問を加えた。調査は08年2月時点での全上場企業（3,944社）に対して郵送で実施され、1,260社（31.9%）が回答している。

実態調査では業績予想に関する問7（図表1）を単独で設けた。まず①において実態調査の回答者であるIR責任者が業績予想の作成プロセスに関

図表1 実態調査での設問（問7）

問7 決算短信で発表する業績予想数値の作成について貴社に当てはまるものをお答えください。※直近半決算短信での実績でお答えください。（幾つでも○印）

- ①予想値の作成には、IR部門が関与している。
- ②予想値は、各事業部門などが報告してくる数値を基に決められる。
- ③予想値は、経営トップが定める目標を意識することが多い。
- ④業界の平均値と比べて、慎重な予想値を作成・公表することが多い。
- ⑤業界の平均値と比べて、楽観的な（チャレンジングな）予想値を作成・公表することが多い。
- ⑥予想値の作成・公表では、前期実績を上回ること意識する。
- ⑦予想値の作成・公表では、アナリスト予想値（市場のコンセンサス）を上回ること意識する。
- ⑧赤字予想はできる限り控えたいと考える。
- ⑨外部公表値とは別に、社内で別の目標値が定められている。
- ⑩その他（ ）

（出所）日本IR協議会

（注1） Graham *et al.* [2005] や須田・花枝 [2008] を参照。

図表 2 実態調査での設問（問6）

問6 貴社では株主が重視していると思われる以下の指標を導入または開示していますか。

- ・・・(中略)・・・
 ②株主が要求する収益率の考えを反映させたEVA（経済付加価値）や、それに近い指標などを導入し、公表している。
 ③全社目標を現場にまで浸透させるためにバランススコアカードなどを導入し、公表している。
 ・・・(以下、略)・・・

(出所) 日本IR協議会

与しているかを確認している。②、③では業績予想を現場の数字の積み上げで作成しているか、またはトップ主導で作成しているかを問う。現場からは予算達成が可能な慎重予想が報告される可能性があり、それらを基にして作成された全社での予想値は慎重なものとなる可能性がある。一方で、トップ主導で決まる業績予想では、現場での達成可能性を考慮していない、楽観的な予想がなされる可能性がある。

次に、業績予想の作成に際して意図的に慎重(下方バイアスをもった予想)に作成しているか、楽観的(上方バイアスをもった予想)に作成しているかを尋ねているのが④および⑤である。

⑥～⑧では先行研究で指摘されているようなバイアスを実際に企業が持っているかどうか確かめる。例えば後藤[1997]では業績予想は前期実績値を上回る値(増益予想)が多いことが指摘されている。野間[2008]では期初に経営者が公表する業績予想が前期末におけるアナリスト予想を満たす企業、あるいはわずかに上回る企業が多いことを示している。Mande *et al.* [2003]では企業は赤字予想を回避することが指摘されている。⑨では、外部公表用とは別の内部目標値を持っている企業がどの程度であるかを調査している。

実態調査では業績予想に関する問7の前に、問6(図表2)の中でEVAとバランススコアカード(BSC)の導入の有無を質問している。EVAやBSCを導入している企業では、全社目標を現場のKPIにまで落とし込むメカニズムがうまく構築されていたり、または現場の数字を全社にまで吸い上げる機能が備わっているかもしれない。その結果として業績予想の精度が高い(予想誤差が小さい)可能性がある。

質問票を郵送した3,944社(郵送サンプル)と、回答企業1,260社(回答サンプル)について母集団のファンダメンタルズに差があるかどうかを確かめた。郵送サンプルと回答サンプルごとに自己資本比率、ROS(営業利益)、ROE、時価総額(対数)および業種分布(日経業種中分類)を比較した(図表3、4)。財務データはすべて個別財務データであり、各社ごとに決算期が異なるため、07年度期末(07年6月決算から08年5月決算まで)の数字を用いている。なお、図表3の検定では郵送サンプル、回答サンプル共に各指標ごとに上下1%のサンプルをトリミングしている(注2)。

図表3から、自己資本比率、ROS、ROEについては両サンプルの平均値に有意な差はなかった。ただし時価総額については1%水準で有意に回答サンプルが大きい(注3)。これは郵送サンプルよ

(注2) 本稿で行っている検定では、すべて上下1%のトリミングを行っている。

(注3) 売上高、総資産で比較しても1%水準で有意な差があった。

りも回答サンプルの規模が大きいことを意味している。実態調査は各社のIR責任者（注4）に対して郵送し、回答をお願いしている。大企業ほど社内IR体制が充実しているために回答サンプルは大企業を中心に構成されていると考えられる。ただし、業種分布については両サンプル間に大きな違いはないとみられる（図表4）。

3. 調査結果

調査結果を示したのが図表5である。「回答サンプル」とした列では、回答企業1,260社のうち

図表3 郵送サンプルと回答サンプルの比較

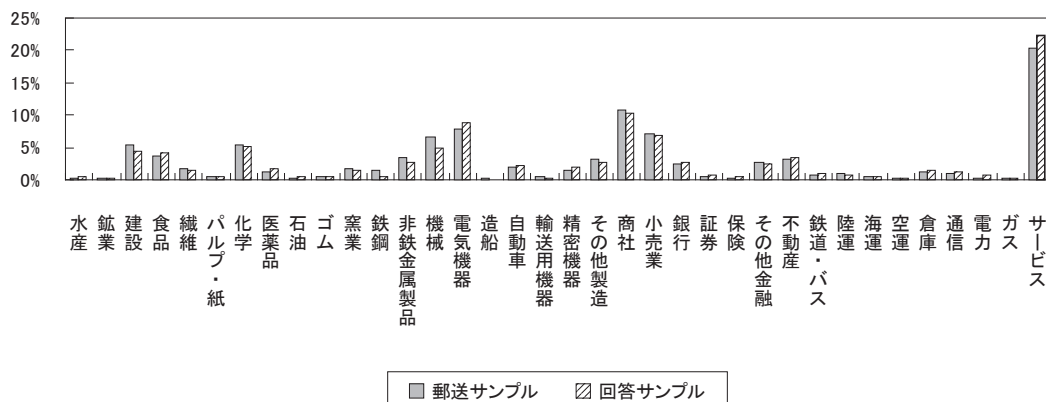
	サンプル数	自己資本比率	ROS	ROE	時価総額
郵送サンプル	3,944	51.7%	7.04%	3.09%	10.15
回答サンプル	1,260	51.5%	7.20%	3.54%	10.40
t値	—	0.355	0.319	0.750	9.013

（出所）日本IR協議会

当該設問に対して「はい」と回答した社数および1,260社に占める比率を示している。ただし、本調査は各社のIR責任者に対して行っている。したがって、業績予想の作成プロセスに必ずしも精通していない方が回答する可能性がある。そこで「業績予想作成にIR部門が関与している」という設問①に「はい」と答えた569社（45.2%）のみにサンプルを絞った調査結果を「部分サンプル」として右列に表示している（注5）。

以下、IR責任者が業績予想作成に関与している部分サンプルに限定して考察を進める。まず問7では、「ボトムアップで作成」（②）が71.2%、「トップ主導で作成」（③）が36.6%となった。このうち、ボトムアップとトップ主導の双方に「はい」と回答した企業が152社（26.7%）であった。多くの企業では現場からあがってくる数字に基づいて全社業績予想を作成しているものの、一部の企業ではトップの意思決定のみで予想値が作成され

図表4 サンプルの業種分布



（出所）日本IR協議会

（注4） 回答企業のIR専任者のIR担当歴は平均4.1年、IR専任部署は経営企画系39.2%、広報系21.3%、独立部署13.0%と続いている。

（注5） 回答サンプルと部分サンプルとで図表3で示した各財務指標を比較した結果、部分サンプルのROEの平均値が回答サンプルよりも1%水準で有意に高く（ROSは有意な差はなかった）、また、規模（時価総額、売上高、総資産）が1%水準で有意に小さかった。業績予想作成へのIR部門の関与については興味深い研究テーマであるが、詳細な検証は今後の課題とする。

図表 5 調査結果

設問	質問内容	回答サンプル (n=1,260)		部分サンプル (n=569)	
		社数	比率	社数	比率
問 7	① IR部門が関与している	569	45.2%	—	—
	② ボトムアップで作成	910	72.2%	405	71.2%
	③ トップ主導で作成	427	33.9%	208	36.6%
	④ 慎重予想を公表する	267	21.2%	137	24.1%
	⑤ 楽観予想を公表する	60	4.8%	31	5.4%
	⑥ 前期実績達成を意識	407	32.3%	215	37.8%
	⑦ アナリスト予想達成を意識	15	1.2%	10	1.8%
	⑧ 赤字予想回避を意識	162	12.9%	84	14.8%
	⑨ 社内で別目標作成	349	27.7%	197	34.6%
問 6	② EVA導入	93	7.4%	46	8.1%
	③ BSC導入	48	3.8%	31	5.4%

(出所) 日本IR協議会

ている。

④では、全体の24.1%が意識的に慎重な予想値を発表していると回答している。一方で楽観的な予想値を意識的に発表している企業(⑤)が5.4%であった。前期実績を上回る期初予想を意識している企業(⑥)は37.8%である。⑦についてはアナリスト予想を上回ることを意識する企業は全体の1.8%にとどまっており、これは先行研究の結果を支持しないとも考えられる。ただし野間[2008]では、経営者予想には1)アナリストの期待を下げるため、保守的な業績予想を公表するインセンティブ、2)株価低下を懸念してアナリスト予想を上回る業績予想を発表するインセンティブの二つが考えられるとしており、企業はアナリスト予想を上回ることにのみ固執しているわけではない。したがって、「アナリスト予想を上回る」にあえて「はい」と回答した企業数が少なかったのかもしれない。赤字予想を控えたい企業(⑧)は14.8%であった(注6)。これらの回答結果は、企業は前期実績値を上回る増益予想を発表することが多いとする後藤[1997]や、実績赤字企業は楽観的な予想を発表するというMande

et al. [2003]の結果と矛盾しない。

社内で別の目標値を作成している企業(⑨)は全体の34.6%であった。ただし、社内予想値が財務数値であるかどうかは不明である。また、財務数値であるとして、外部公表値よりも高い値であるか低い値であるかも本調査からは不明である。しかしながら社内目標値の存在を指摘している先行研究は筆者がサーベイする限りはいまだなく、本調査結果は今後の業績予想研究の進展への貢献が期待できる。

経営者バイアスに直接的に関連する④～⑧において、すべてに無回答であった企業は部分サンプル569社のうち243社(42.7%)である。したがって、569社のうち326社(57.3%)は④～⑧の設問のうち一つ以上の項目に「はい」と回答しており、これらの企業は業績予想作成に当たって経営者バイアスが生じていると言えよう。アーカイバル研究において既に確かめられている経営者バイアスの存在は、調査票を用いた本稿においても確認することができた。

しかしながらGraham *et al.* [2005]が指摘するように、質問調査においては、回答者の回答(意

(注6) 本調査では、赤字回避よりも(前期比)増益達成を企業がより重視していることが分かる。これはGraham *et al.* [2005]が行った米国での調査結果と整合している。

思)と実際の行動が一致しない可能性がある。企業が経営者バイアスを持っていたとしても、それらが行動(実際に発表される業績予想値)には反映されていないかもしれない。そこで、経営者バイアスによって業績予想値が影響を受けるか否かを確かめる。例えば、「慎重予想をする」と回答した企業の期初予想は、回答しなかった企業の予想値と比較して、実際に「慎重」な値となっているのであろうか。以降では実際の期初予想データを用いて、経営者バイアスによる業績予想値への影響を確かめる。

4. サンプルの抽出

実態調査は全上場企業を対象に実施されている。回答企業の中には、新興企業を中心に連結財務諸表を作成していない企業もある。一方で分析を個別財務データで行う場合には、SEC基準採用企業や持株会社では個別業績予想を発表していないことが多い。したがって本稿では、連結財務データを優先し、連結財務データが入手できない企業は個別財務データを用いて分析を行っている。また、分析に用いた業績予想データおよび財務データは07年度のものである。データベースはQUICK社のAMSUSを使用している。部分サンプル569社のうち、分析に必要な期初予想データや財務データが完全に入手できた企業は551社(分析サンプルと呼ぶ)であった。

図表6は分析サンプル551社の内訳を示している。日本基準の連結データを用いた企業のうち、3月決算企業が308社、3月以外決算企業が138社である。SEC基準採用企業9社はすべて3月決

図表6 分析サンプルの内訳

連結データ	3月決算	日本基準	308 社
		SEC 基準	9 社
	3月以外決算		138 社
個別データ	3月決算		51 社
	3月以外決算		45 社
分析サンプル			551 社
サンプル除外	今期に設立・持株会社化・上場		8 社
	今期に決算期変更		6 社
	業績予想が非開示・部分開示など		4 社
	小 計		18 社
IR 部門関与サンプル（部分サンプル）			569 社

(出所) 筆者作成

算企業である。個別データを用いた企業は96社(うち3月決算企業は51社)である。07年度中に株式上場、持株会社化、上場廃止、決算期変更などの理由によって必要なデータが入手できなかった企業や、業績予想情報を部分開示、レンジ開示または非開示としている企業は分析サンプルから除外している。

5. 経営者バイアスと予想誤差の関係

分析サンプル551社の期初予想について売上高、経常利益(注7)、当期純利益それぞれについて予想誤差を算出する。日米の先行研究では研究者によって予想誤差の算出に幾つかの計算式が用いられている。その中から本稿では(1)式および(2)式によって予想誤差を算出した(注8)。

$$\text{予想誤差} = \frac{\text{期初予想値} - \text{当期実績値}}{|\text{当期実績値}|} \quad (1)$$

$$\text{予想誤差} = \frac{\text{期初予想値} - \text{当期実績値}}{\text{期首総資産}} \quad (2)$$

(1)、(2)式共に期初予想値が当期実績値よりも低

(注7) SEC基準採用企業(9社)については税金等調整前利益を代用して計算している。

(注8) 分母に期首時価総額を用いる研究も多いが、本稿ではサンプルごとに決算期が異なるために採用しなかった。

かった場合には分子がマイナスとなり、予想誤差はマイナスに計算される。この場合、期初予想は悲観的（注9）に発表されていると言う。一方で当期実績値よりも高い期初予想値が発表されていた場合には予想誤差はプラスとなり、期初予想は楽観的であったと言う。

(1)式で算出した場合には売上高、経常利益、当期純利益ごとに予想誤差の数値水準が比較できるという長所がある。一方で分母である当期実績値（の絶対値）が小さい企業では、予想誤差が過大に計算されてしまうために、データにゆがみが生

じてしまう。(2)式では(1)式で生じるゆがみを克服できるが、一方で数値水準の比較が困難になってしまう。そこで本稿では両式を共に採用して売上高、経常利益、当期純利益の予想誤差を測定している。

実態調査の各設問に対して「はい」と答えた企業と、回答しなかった企業とで予想誤差を売上高、経常利益、当期純利益ごとに比較したものが図表7である。(1)式で算出した予想誤差をパネルAで、(2)式で算出した予想誤差をパネルBで示している。ただし、上述したように(1)式では極端に

図表7 各項目の予想誤差

パネルA：(1)式による予想誤差

設問	質問	売上高			経常利益			当期純利益		
		「はい」	「無回答」	Z値	「はい」	「無回答」	Z値	「はい」	「無回答」	Z値
7-②	ボトムアップ	1.0%	1.0%	0.371	5.6%	10.0%	1.370	10.4%	17.6%	1.026
7-③	トップ主導	0.2%	1.3%	1.274	5.4%	7.3%	1.317	10.7%	13.4%	0.726
7-④	慎重予想	-0.6%	1.5%	4.106**	-1.9%	8.4%	3.896**	0.7%	15.7%	3.977**
7-⑤	楽観予想	5.8%	0.9%	3.005**	27.8%	5.6%	3.004**	34.0%	10.7%	2.397*
7-⑥	前期実績達成	0.9%	1.0%	0.738	6.4%	6.6%	0.731	11.6%	11.2%	0.280
7-⑦	アナリスト予想達成	-3.7%	1.0%	2.561**	16.1%	6.5%	0.662	1.9%	11.5%	0.133
7-⑧	赤字予想回避	0.5%	1.0%	0.276	10.0%	6.3%	0.491	20.0%	10.4%	1.346
7-⑨	社内別目標作成	1.2%	0.7%	0.649	6.4%	7.1%	0.005	16.9%	10.7%	0.224
6-②	EVA	1.2%	1.0%	0.340	9.0%	6.5%	0.551	2.9%	12.1%	1.264
6-③	BSC	3.0%	0.9%	1.511	9.0%	6.5%	1.387	16.9%	11.2%	0.657
	全体		1.0%			6.6%			11.5%	

(図表注) Z値はウイルコクソン順位和検定による。**1%水準、*5%水準で有意。

パネルB：(2)式による予想誤差

設問	質問	売上高			経常利益			当期純利益		
		「はい」	「無回答」	t値	「はい」	「無回答」	t値	「はい」	「無回答」	t値
7-②	ボトムアップ	2.3%	4.2%	1.383	1.4%	1.9%	1.016	1.6%	1.9%	0.820
7-③	トップ主導	2.5%	3.1%	0.479	1.4%	1.7%	0.815	1.5%	1.9%	1.016
7-④	慎重予想	-1.0%	4.2%	3.776**	0.3%	2.0%	3.726**	0.7%	2.1%	3.792**
7-⑤	楽観予想	13.9%	2.4%	2.176*	4.3%	1.4%	2.121*	4.9%	1.6%	2.123*
7-⑥	前期実績達成	2.1%	3.4%	1.087	1.1%	2.0%	2.439**	1.2%	2.2%	2.412**
7-⑦	アナリスト予想達成	-4.3%	3.0%	1.751	1.2%	1.6%	0.252	1.8%	1.6%	0.033
7-⑧	赤字予想回避	3.2%	2.8%	0.256	1.6%	1.6%	0.048	2.5%	1.6%	1.252
7-⑨	社内別目標作成	3.1%	2.7%	0.384	1.1%	1.8%	2.035*	1.1%	2.1%	2.912**
6-②	EVA	6.2%	2.7%	1.043	1.8%	1.6%	0.334	1.9%	1.7%	0.251
6-③	BSC	-0.1%	3.1%	1.295	0.2%	1.7%	1.734	0.9%	1.8%	1.080
	全体		2.9%			1.6%			1.7%	

(図表注) **1%水準、*5%水準で有意。

(出所) 筆者作成

(注9) 楽観的との対比で「悲観的」と表現しているが、本稿では「慎重予想を発表する」と同義で用いている。

大きな値となるサンプルが存在するために、パネルAでは設問ごとに「はい」と答えた企業と無回答企業のそれぞれについて中央値で示しており、パネルBでは平均値で示している。また最終行の「全体」は、パネルAは551社全体の中央値であり、パネルBは551社全体の平均値である。

分析サンプル全体の業績予想の傾向については売上高、経常利益、当期純利益共に予想誤差はプラスとなっている。このことは、各項目共に当期実績値よりも高い期初予想値が発表されていることを意味する。07年度は期中にサブプライム危機、資源価格の高騰、為替変動などが重なり、各社とも期初予想を期中に大きく下方修正している。07年度においては、期初予想においてこうした期中の下方修正要因を織り込むことができず、結果的に当期実績値よりも期初予想は高い値が発表されていると考えられる。

次に、設問ごとの特徴を見る。「慎重予想をする」「楽観予想をする」で「はい」と答えた企業と無回答であった企業ではパネルA、Bにおいて売上高、経常利益、当期純利益すべてにおいて有意な違いがある。下方バイアスを持った企業の期初予想は、無回答企業と比べて有意に悲観的であり、上方バイアスを持った企業の期初予想は、有意に楽観的である。

業績予想を「ボトムアップで作成する」か「トップ主導で作成する」かについては、無回答企業と比べて共に有意な差異は見られなかった。しかしながら、分析サンプルの中には「ボトムアップ」「トップ主導」の両設問に「はい」と答えている企業がある。そこで、両設問に「はい」と答えた企業、どちらか一つのみに「はい」と答えた企業、両設問とも無回答であった企業とにサンプルを再分割して比較したが、有意な違いはなかった。

また、BSCおよびEVAを導入している企業の業

績予想については、予想誤差の精度との関係が重要であるので、(1)・(2)式の分子を絶対値に変換して再比較したが導入企業と非導入企業とで有意な差は見られなかった。

6. 経営者バイアスの発生要因

本調査から、経営者バイアスが存在すること、下方（上方）バイアスを持った企業の期初予想値はバイアスを持たない企業と比べて有意に悲観的（楽観的）であることが分かった。では、こうした経営者バイアスはなぜ発生するのであろうか。以降では経営者バイアスの発生要因を探る。

わが国企業を対象として経営者バイアスの発生要因を明らかにした代表的な先行研究がOta [2006] である。Ota [2006] では、以下のことが確かめられている。

- ・ 予想誤差は年GDP成長率と関連がある。
- ・ 価格規制産業では慎重予想をする。
- ・ 大規模企業は慎重予想をする。
- ・ 新興市場銘柄は楽観予想をする。
- ・ 新株発行企業は慎重予想をする。
- ・ 財務的困窮企業は楽観予想をする。
- ・ 赤字企業は楽観予想をする。
- ・ 予想の慎重性・楽観性は継続する。
- ・ 成長企業は慎重予想をする。
- ・ 増配企業は慎重予想をする。

これらの結果のうち、予想誤差とGDP成長率との関連は時系列データが必要であるため本稿の対象外である。価格規制産業についても、本調査の質問文が「業界の平均値と比べて貴社はどうか」という形式をとっているため、産業ごとの比較はできない。また、予想の慎重性・楽観性の継続については、本調査は単年度のみの調査であるため、検証はできない。

上記の三つの要因を除いた、規模、上場市場、新株発行、財務的困窮、赤字、成長性、増配について、調査票の中で「慎重予想をする」「楽観予想をする」と答えた企業と関連があるかどうか Ordered Probit分析によって検証する。Ota [2006] にしたがって分析サンプル551社の以下の変数を収集する。

会社規模

Ota [2006] によれば、規模が大きい企業の経営者は業績予想情報を自身のコミットメントであると考え、未達成を避けるために慎重な予想値を発表するとしている。規模変数は06年度末の各社の時価総額（対数）である。

新興市場

Ota [2006] によれば、新興市場銘柄（中小型株、上場間もない企業）の経営者は業績予想を自身の達成目標（target）と考えるので、大企業よりも相対的に楽観予想を発表する傾向があるとされている。そこで各社の06年度末での上場市場を調べ、各証券取引所の新興市場銘柄およびJASDAQ銘柄を抽出した。

新株発行

Ota [2006] では今期に新株発行による資金調達を予定している企業では、慎重予想をするとしている。そこで07年度中の各社の新株発行額を収集した。

財務的困窮

Ota [2006] では財務的に困窮している企業は楽観的な業績予想を発表するとしている。Ota [2006] では財務的困窮の代理変数として八つの指標を用いて多面的に財務的困窮を定義しているが、本稿では八つの変数のうち先行研究で説明力が相対的に強かった負債比率（負債総額÷資産総額）と流動負債比率（流動負債÷流動資産）について06年度末の値を収集している。

赤字

今期に赤字に陥る企業は期初予想を楽観的に発表することが確かめられている。そこで、07年度の実績当期純利益が赤字である企業を抽出した。

成長性

Ota [2006] では、成長性のある企業は慎重な業績予想を発表するとしている。成長企業では、業績予想を達成できなかった場合に他の企業よりも目標未達成がより多く報道されるため、達成可能性が高い慎重な予想を発表するとしている。Ota [2006] では成長性の指標として売上高成長率（＝前期実績売上高÷前々期実績売上高）が用いられている。本稿でも同じ指標を用いている。

増配

Ota [2006] では今期の予想配当が前期実績配当と比較して増配予想の企業では、慎重予想をするとしている。分析サンプル551社のうち、今期の配当予想を非開示である企業、またはレンジ開示である企業を除外し、06年度の実績1株当たり配当と07年度の予想1株当たり配当額を比較して増配予定企業を抽出した。

分析サンプル551社のうち、上記八つすべての変数を入手できたサンプルは447社（回帰サンプルと呼ぶ）であった。回帰サンプルのうち、実態調査において「慎重予想をする」と答えている企業（慎重企業と呼ぶ）は113社、「楽観予想をする」と答えている企業（楽観企業と呼ぶ）は22社、どちらにも回答しなかった企業（中立企業と呼ぶ）は312社である。

図表8はOta [2006] で示された諸変数について慎重企業、中立企業、楽観企業ごとの平均値を示したものである。図表8の会社規模、財務的困窮、成長性については実際の値の平均値を示している。例えば、慎重企業の平均的な会社規模は

10.627である。新興市場、新株発行、赤字、増配については、該当する企業の割合を示している。例えば、慎重企業のうち新興市場銘柄は113社のうちの31.9%（36社）であった。

図表8の「会社規模」を例にとると、慎重企業の平均が10.627であるのに対し、中立企業は10.565、楽観企業は10.507と、慎重企業の規模が相対的に大きいことが分かる。「赤字」では、当期実績値が赤字となった企業の割合は、慎重企業では全体の7.1%であるが、中立企業では9.3%、楽観企業では27.3%に上昇している。これらはOta [2006] と一致する結果である。

しかしながら他の要因についてはOta [2006] のような順序関係が見られない。ただし、図表8は各要因をそれぞれ個別に分析した結果であるので、各要因を総合的に分析することで異なる結果

が得られるかもしれない。そこで、上記の八つの変数を説明変数とするOrdered Probit分析によって経営者バイアスと各変数との関係を総合的に明らかにする。検証モデルが(3)式である。(3)式では、楽観企業であれば1、中立企業は2、慎重企業であれば3とする順序変数を被説明変数としている。

$$\begin{aligned} BIAS_i = & \alpha_0 + \alpha_1 LNMVE_i + \alpha_2 OTC_i + \alpha_3 OFFER_i \\ & + \alpha_4 DIST1_i + \alpha_5 DIST2_i + \alpha_6 LOSS_i \\ & + \alpha_7 GROWTH_i + \alpha_8 DIVUP_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (3)$$

回帰分析の結果を示したのが図表9である。LOSS（赤字企業）が事前予想と一致した符号で有意（5%水準）となったが、その他の変数は有意な結果を得ることができなかった。「慎重予想をする」と回答した企業、「楽観予想をする」と回答した企業の特徴について、本稿では、先行研

図表8 各バイアス企業ごとの諸変数の値

	会社規模	新興市場	新株発行	(負債比率) 財務的困窮	(流動負債比率) 財務的困窮	赤字	成長性	増配
慎重企業 (n=113)	10.627	31.9%	25.7%	48.1%	61.9%	7.1%	113.4%	29.2%
中立企業 (n=312)	10.565	34.6%	20.5%	51.6%	75.3%	9.3%	115.3%	28.5%
楽観企業 (n=22)	10.507	27.3%	27.3%	46.5%	65.5%	27.3%	104.5%	31.8%
回帰サンプル全体 (n=447)	10.577	33.6%	22.1%	50.4%	71.4%	9.6%	114.3%	28.9%

(出所) 筆者作成

図表9 分析結果

	切片	LNMVE	OTC	OFFER	DIST1	DIST2	LOSS	GROWTH	DIVUP	N
予想符号		+	-	+	-	-	-	+	+	
係数	1.574	0.026	0.016	0.106	0.169	-0.316	-0.440	-0.000	-0.046	447
t値	1.58	0.29	0.11	0.75	0.45	-1.84	-2.14*	-0.05	-0.32	

BIAS・・・楽観予想企業であれば1、中立企業は2、慎重企業は3の順序変数

LNMVE・・・前期末の時価総額（対数）

OTC・・・新興市場銘柄であれば1のダミー変数

OFFER・・・今期に新株発行をしていれば1のダミー変数

DIST1・・・負債比率（負債総額÷資産総額）

DIST2・・・流動負債比率（流動負債÷流動資産）

LOSS・・・今期の当期純利益が赤字であれば1のダミー変数

GROWTH・・・前売上高÷前々売上高

DIVUP・・・今期に増配を予定していれば1のダミー変数

(図表注) * 5%水準で有意。

(出所) 筆者作成

究で確かめられているような諸要因との関係を見いだすことはできなかった。

(3)式の各変数が有意とはならなかった理由については、幾つかの可能性が考えられる。Ota[2006]と比べて本稿では、サンプルに金融機関を含んでいる、3月決算企業に限定していない、連結・単体データがサンプルに混在している、単年度の分析である、07年度は期中のマクロ環境の激変があり業績予想のぶれが大きい、などの可能性が考えられる。これらのノイズを除くことで、より信頼性の高い分析ができると考えられる。

しかしながらOrdered Probit分析の結果は、先行研究の結果と相反するものではないとも考えられる。Ota[2006]や清水[2007]でも指摘されているように、経営者バイアスの方向は単年度ごとに変化するのではなく、ある程度の期間にわたって継続すると考えられる。そうした継続的経営者バイアスの発現のきっかけがOta[2006]で検証されたような諸変数であり、売上成長や増配、赤字転落などを契機として形成された経営者バイアスがその後固定化し、複数年にわたって継続していると考えられる。

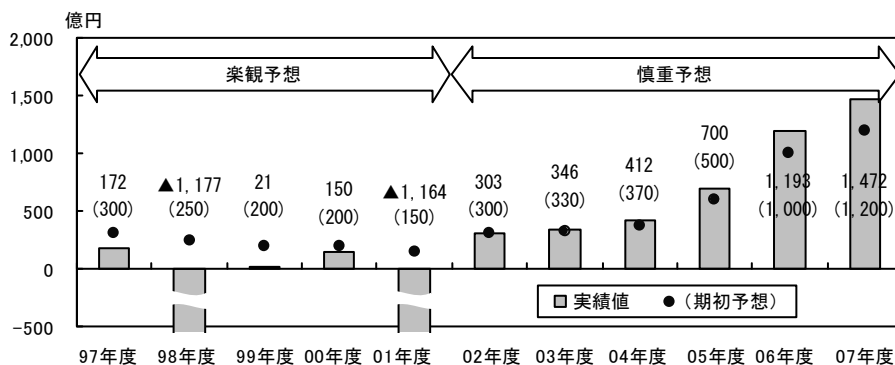
図表10は丸紅の連結当期純利益の期初予想と実績値の推移を示している。丸紅は01年度までは

期初予想を実績値が下回っており、したがって一貫して楽観予想を発表していたことになる。しかしながら02年度からは一貫して期初予想を実績値が上回っており、慎重予想に転じている。

丸紅は01年12月に株価が過去最安値である58円にまで下落し、それを契機に資本市場との向き合い方を変えたという。勝俣社長(当時)はその時の状況について、「われわれは、市場に約束したことを言葉ではなく、数字や実績など、成果で示さなくては信用を取り戻せない」、「これまでの中期経営計画は、恥ずかしながら、作成して発表したらそれで終わりで、経過をフォローしてこなかったんです。経営陣と社員の議論の場である部門別の経営会議にしても、1年に1回開催するだけでした」と述べている(『THE21』2007年1月、51-52ページ)。後半の発言は中期経営計画についてであるが、単年度の業績予想についても同様の状況であったと考えてよいであろう。

ある期に下方(上方)バイアスを何らかの理由で持った企業が、バイアスの方向を変えることなく、不可逆的に継続させると考えられる。丸紅の事例は株価下落をきっかけとして下方への経営者バイアスが生じ、それが不可逆的に固定化している事例の一つである。本稿は単年度の分析である

図表10 丸紅の業績予想値と実績値



(出所) 丸紅の決算説明会資料を参考に筆者作成。

ため、経営者バイアスが生じるきっかけとなった時期を十分に組み込むことができなかったとも考えられる。時系列でデータを収集すれば先行研究と矛盾しない関係が見いだされるかもしれない。

7. まとめと課題

本稿では、企業業績予想における経営者バイアスの存在を質問調査によって確かめた。既に先行研究では経営者バイアスの存在が指摘されているが、質問調査によって直接的に確かめた研究は筆者が知る限りでは行われていない。

調査の結果からは幾つかの発見があった。まず、慎重予想や楽観予想を意図的に発表している企業があった。予想値の作成に際しては、前期実績値の達成（増益予想の発表）、赤字予想の回避といった先行研究と矛盾しない回答結果が得られている。これらの結果から、業績予想値をある方向へと導こうとする経営者バイアスの存在が確かめられた。また、全体の34.6%の企業が外部公表用とは別の社内目標値を作成しているといった、先行研究では明らかにされてこなかった企業実態の一端を浮き彫りにした。経営者バイアスはOta [2006] で示されたような理由によってある期に発現し、その後もバイアスの方向性は変化することなく不可逆的に固定化している可能性がある。

本稿で得られた結果からは、さらなる研究課題が浮き彫りとなる。例えば、社内に別目標を持っている企業は、社内目標の達成と資本市場との関係のどちらを重視し、バランスをとっているのだろうか。また、村宮 [2005] によれば業績予想の精度が高い（予想誤差が小さい）企業ほど資本コストが低い。経営者バイアスが存在する企業では、予想値が意識的に慎重または楽観的に作成されており、これは業績予想の精度を低下させ、

さらには資本コストの上昇を招くと考えられる。経営者は資本コストの上昇を許容してまでなぜバイアスのかかった予想値を発表するインセンティブを持つのであろうか。これらの解明にはさらなる研究が必要であり、筆者の課題としたい。

【参考文献】

- 後藤雅敏 [1997] 『会計と予測情報』、中央経済社。
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マプライシング」、『証券アナリストジャーナル』第45巻第8号。
須田一幸・花枝英樹 [2008] 「日本企業の財務報告－サーベイ調査による分析－」、『証券アナリストジャーナル』第46巻第5号。
野間幹晴 [2008] 「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』Vol.60 No.5。
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』第43巻第9号。
Graham, J. R., C. R. Harvey and S. Rajgopal [2005] “The economic implications of corporate financial reporting,” *Journal of Accounting & Economics* 40。
Mande, V., M. E. Wohar and R. F. Ortman [2003] “An Investigation of Asymmetric Earnings Forecasts of Japanese Financial Analysts,” *The Multinational Business Review* Vol.11 No.1, Spring。
Ota, K. [2006] “Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts: Empirical Evidence from Japan,” *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial reporting*, edited by Gregoriou, G. N. and M. Gaber, pp.267-297, Elsevier Press, Burlington。

本稿の執筆に際し、匿名のレフェリーから貴重なコメントを頂戴した。心から感謝する。本稿は日本IR協議会が進めている、IRの経済的効果の測定に関する研究成果の一部であるが、内容はすべて筆者個人の見解である。執筆に際し科学研究費補助金（若手研究B：20730293）からの助成を受けている。

（この論文は投稿論稿を採用したものです。）