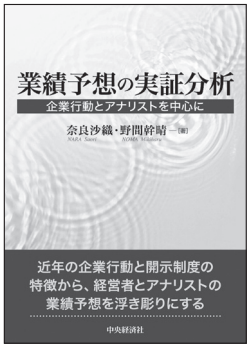
■書　評



業績予想の実証分析：
企業行動とアナリストを中心に

奈良沙織・野間幹晴 著

A5 判・492 頁　中央経済社刊

［評者］山本達司
（同志社大学）

不確実性の高い現代の企業環境において，企業の将来業績の予想は投資家をはじめとする利害関係者にとって重要な情報である。日本企業について利用可能な主たる業績予想は，経営者予想とアナリスト予想である。日本の場合，経営者予想は諸外国と異なり，証券取引所による強制開示に近い性格をもっているため，業績予想において主導的な役割を果たしてきた。一方，アナリスト予想については，カバレッジのある企業は上場企業の半数にも満たない状況である。本書はアーカイバル実証分析により，両予想に影響を与える制度的要因や，両予想が資本市場に与える影響を包括的に検証した研究書である。

本書は６部, 23 章から構成される。第１部「業績予想とアナリストに関する制度と先行研究」では，業績予想に関する基本的な概念と業績予想制度の変遷について説明し，経営者予想，アナリスト予想をめぐる日米の環境の差異ゆえ，日本独自の研究が必要であることが主張され（第１章），国内外の研究をサーベイすることにより，日本の研究が少ないテーマを本書の研究対象とすることが述べられている（第２章）。

第２部「経営者予想の実証分析」では，ディスクロージャーの優良な企業は期初に控えめな経営者予想を行い，期中に小幅な上方修正を行うことにより市場のコントロールに成功していること（第３章），成熟度の低い企業では資金需要を確保するために，楽観的かつ精度の低い経営者予想を行うこと（第４章），①経営者予想の上方修正，下方修正ともに，割安株の修正幅が割高株の修正幅より大きく，②上方修正，下方修正ともに，修正後の株価パフォーマンスは割安株が優れ，③経営者予想の修正幅と修正後の株価パフォーマンスに正の関係があること（第５章）が発見されている。

第３部「アナリスト予想とアナリスト・カバレッジの実証分析」では，QUICK コンセンサスと IFIS コンセンサスを比較して，予想精度，価値関連性ともに IFIS が優れていたが，QUICK の改善により，近年では両予想に有意な差がないこと（第６章），アナリスト予想には価値関連性があり，アナリスト・カバレッジの大きい企業は小さい企業に比べて価値関連性が高いこと（第７章），アナリスト予想の分散の決定要因を特定化し，アナリスト予想の分散が大きいほど価値関連性が高いこと（第８章）が発見されている。

第４部「経営者予想とアナリスト予想の関連」では，経営者予想とアナリスト予想を比べて，予想精度，価値関連性ともに，小規模企業は経営者予想が，大規模企業はアナリスト予想が優れていること（第９章），アナリスト・カバレッジが大きいほど経営者予想の予測誤差が小さくなること（第 10 章），経営者による期待マネジメントとアナリストのハーディングにより，経営者予想とアナリス

ト予想は相互に影響し合っていること（第 11 章），経営者予想がアナリスト予想に与える影響は小規模企業に比べて大規模企業において大きく，企業規模が大きいほど経営者予想がアナリスト予想に反映されるスピードが速いこと（第 12 章），経営者予想が発表されると直ちにアナリスト予想が修正され，これによりアナリスト予想の価値関連性が低下するが，時間の経過とともに再上昇し，上昇速度は大規模企業ほど大きいこと（第 13 章）が示されている。

第５部「企業行動と業績予想」では，銀行借入依存度が高い企業は，経営者予想，アナリスト予想ともに精度と価値関連性が低いこと（第 14 章），アナリスト・カバレッジが大きいと経営者は保守的な会計処理を行うこと（第 15 章），アナリスト・カバレッジが経営者の研究開発費削減行動（近視眼的行動）を抑制すること（第 16 章），経営者予想の精度が低いほど，M&A 後にのれんの減損損失を計上する傾向があること（第 17 章），アナリストは無形資産が多い大規模企業の調査に積極的であるものの，アナリスト予想の有用性は高くないこと（第 18 章）が示されている。

第６部「制度変化と業績予想」では，IFRS を適用した日本企業に経営者予想の精度，アナリスト予想の精度の向上は認められなかったこと（第 19 章），マネジメント・アプローチを導入した日本企業にアナリスト予想の改善，アナリスト予想の価値関連性の向上は認められなかったこと（第 20 章），経営者予想開示の柔軟化により経営者予想を非開示にした企業は業績が悪く，株価が割高に評価されていたこと（第 21 章），日本では統合報告書を発行する企業はアナリスト・カバレッジが大きいが，統合報告書がアナリスト予想の精度の向上，将来の不確実性の解消に貢献できるほどの情報を提供していないこと（第 22 章），社外取締役はディスクロージャー全般の向上に貢献していること（第 23 章）が示されている。

本書は，国内外の関連研究を丹念にサーベイしたうえで，必ずしもそれには拘らず，経営者予想・アナリスト予想の精度と価値関連性の観点から，独自の仮説を設定し，実証分析により検証している。とりわけ，いくつかの検証結果は斬新であり，学問的にも実務的にも大きな貢献があると考えられる。検証された仮説も検証されなかった仮説もあるが，その検証結果こそが，現代の投資家の意思決定に有用な情報を提供するとともに，業績予想に関するディスクロージャー制度の改善に向けて有用な提言を行っていると言える。本書の中には必ずしも業績予想と直接関係がないと思われるテーマも含まれているが，これは著者が業績予想に関してできるだけ包括的なメッセージを発しようとする意欲的な試みと受け取れる。日本で業績予想に関して，このように包括的な実証結果を示した研究文献は他になく，本書は今後の日本の業績予想研究の礎となるであろう。