

Graduate School of
Business Administration

KOBE
UNIVERSITY



ROKKO KOBE JAPAN

2017-14

監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性

山本 健人 音川 和久

Discussion Paper Series

監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性

山本健人¹

神戸大学大学院経営学研究科 博士後期課程3年

音川和久

神戸大学大学院経営学研究科 教授

<論文要旨>

本稿の目的は監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性の関係について、アーカイバル・データに基づいて実証的に明らかにすることである。

検証の結果、会計専門職（公認会計士または税理士）の資格保有者である監査役を会計・財務の専門性を有する監査役と判断し、その割合や人数などで監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、(1)売上高と営業利益に関するアナリスト予想の正確度が高いこと、(2)予想される業績に関わらずアナリスト間の予想のバラツキが小さいことが分かった。また、追加検証の結果、財務報告の品質をコントロールした場合、(1)や(2)の関係は弱まるものの、統計的に有意な関係が見られることが分かった。さらに、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業の方が、継続してアナリスト予想の正確度が高く、アナリスト間の予想のバラツキが小さいことや、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、営業利益と経常利益に関するアナリスト予想が過度に楽観的になることなく、その正確度が高いことも分かった。

本稿は、監査役会の会計・財務の専門性の影響について、会計情報の利用者への影響に注目し、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、アナリスト予想の正確度が高く、アナリスト間の予想のバラツキが小さいという新たな発見事項を提示している。また、近年、監査役会の会計・財務の専門性は社会的に関心が高まりつつあるが、本稿は、その経済的意義について、実証的な証拠を提示している。

<キーワード>

監査役会、会計・財務の専門性、アナリスト予想の正確度、アナリスト間の予想のバラツキ

¹ 連絡先：k_yamamoto_26@yahoo.co.jp

1. はじめに

本稿の目的は、監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性（アナリスト予想の正確度とアナリスト間の予想のバラツキ）の関係について実証的に明らかにすることである。

近年、監査役会の会計・財務の専門性への関心は高まりつつある。たとえば、2015年6月から適用開始となった、「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～」(以下、CGコード)では、監査役会の実効性確保のための前提条件として、「監査役には、財務・会計に関する適切な知見を有しているものが1名以上選任されるべきである」(原則4-11)と提言されている。しかし、監査役会の会計・財務の専門性を高めるためには、会計・財務の専門性を有する監査役として適切な人材を探したり、専門性を有することで生じる追加的な役員報酬の支払いなどコスト負担が企業側に生じる可能性がある。したがって、監査役会の会計・財務の専門性を高めるために負担するコストに見合うだけの経済的意義が監査役会の会計・財務の専門性に期待できるのか明らかにしなければ、不要なコスト負担を企業に強いることになる恐れがある。

会計学分野では、アメリカを中心に監査委員会の会計・財務の専門性と財務報告の品質の関係について研究が行われてきた²。そして、監査委員会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、財務報告の品質が高いことが明らかにされている(たとえば、Abbott et al. 2004; Bédard et al. 2004; Krishnan and Visvanathan 2008; Dhaliwal et al. 2010; Krishnan et al. 2011)。一方、日本においても、監査役会の会計・財務の専門性と財務報告の品質に同様の関係が見られることを示唆する検証結果が得られている(たとえば、首藤・岩崎 2009; 浅野 2015; 山本 2016)³。これらの発見事項は、監査役会の会計・財務の専門性を高めることは、財務報告の品質向上という経済的意義があることを示唆している。

先行研究では監査役会の会計・財務の専門性について、財務報告の品質への影響という観点から検証が行われているが、本稿では、財務報告によって伝達される会計情報の利用者への影響という観点から検証を行う。なぜなら、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、財務報告の品質が高いという先行研究で得られた発見事項を前提にすれば、会計情報の利用者に対しても何らかの影響を与えていることが十分に考えられるからである。監査役会の会計・財務の専門性を高めることで会計情報の利用者にとって望ましい帰結が生じることが明らかになれば、財務報告の品質への影響という観点以外で、監査役会の会計・財

² 海外企業では、監査役会と類似する会社機関として監査委員会がある。本稿では、監査委員会を対象にした先行研究で得られた発見事項も参考にしている。

³ 監査役会の会計・財務の専門性と財務報告の品質には統計的に有意な関係が見られないことを発見している先行研究もある。たとえば、岩崎(2009)は、会計の専門能力を有する独立社外監査役が監査役に占める割合と利益マネジメントには統計的に有意な関係が見られないことを発見しており、奥村(2014)は、財務専門性を有する監査役が監査役に在籍していることと年次決算短信における利益訂正には統計的に有意な関係が見られないことを発見している。

務の専門性の経済的意義を追加的に提示することになるといえる。

本稿では、会計情報の利用者としてアナリストを想定し、監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性（アナリスト予想の正確度とアナリスト間の予想のバラツキ）の関係について検証を行った。検証の結果、会計専門職（公認会計士または税理士）の資格保有者である監査役を会計・財務の専門性を有する監査役と判断し、その割合や人数などで監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、(1)売上高と営業利益に関するアナリスト予想の正確度が高いこと、(2)予想される業績に関わらずアナリスト間の予想のバラツキが小さいことが分かった。また、財務報告の品質をコントロールした場合でも、(1)や(2)の関係は見られることも分かった。さらに、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業の方が、継続してアナリスト予想の正確度が高く、アナリスト間の予想のバラツキが小さいことや、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、営業利益と経常利益に関するアナリスト予想が過度に楽観的になることなく、その正確度が高いことも分かった。

最後に、本稿の構成は以下のとおりである。2節では仮説設定を行う。3節では本稿における検証モデルについて述べる。4節ではサンプルと基本統計量を示す。5節では検証結果、6節では追加検証の結果を示す。そして、7節で論文をまとめる。

2. 仮説設定

2.1 財務報告の品質とアナリスト予想の特性

アナリストは国内外の政治・経済や産業に関する情報、企業からのディスクロージャー情報といった一般に入手可能な情報（以下、公的情報）と、経営者とのインタビューや工場見学などによって私的に入手した情報（以下、私的情報）に基づいて業績予想を行っている⁴。

アナリストが用いる公的情報の中でもその多くは企業からのディスクロージャー情報であり、Lang and Lundholm（1996）は、「アナリストが企業価値評価に用いる情報のほとんどは企業から提供されたものである」（p.467）と指摘している。したがって、業績予想に十分な量のディスクロージャー情報が企業から提供されていれば、アナリストはその情報に基づいてより精緻な業績予想を行うことができるようになるため、アナリスト予想の正確度は高くなることが考えられる。たとえば、Lang and Lundholm（1996）や Hope（2003）は、企業からのディスクロージャー情報の水準が高い企業ほど、アナリスト予想の正確度が高いことを発見している。

アナリスト予想の正確度の他にも、アナリスト予想の特性の代表的なものとして、アナリ

⁴ 太田（2008）は投資情報の基礎的情報として、企業の開示情報、産業動向などのセミマクロ情報、マクロ経済情報を挙げ、それらの情報の分析者としてアナリストを位置づけている。

スト間の予想のバラツキがある。Herrmann and Thomas (2005) はアナリスト間の予想のバラツキについて、業績予想に関する個々のアナリストの合意の程度として捉え、数名のアナリストが業績予想に用いる情報の入手・処理をしない、もしくはできないことがアナリスト間の予想のバラツキが大きくなる原因として指摘している。企業から業績予想に十分な量のディスクロージャー情報が提供されていれば、アナリストはその情報に基づいて業績予想を行うことができる。企業からのディスクロージャー情報はどのアナリストにとっても同一であるため、業績予想に関する個々のアナリストの合意の程度は高くなり、アナリスト間の予想のバラツキは小さくなることが考えられる。一方、企業から業績予想に十分な量のディスクロージャー情報が提供されていない状況では、アナリストは私的情報を入手し情報量を補うことで、企業から業績予想に十分な量のディスクロージャー情報が提供されていた場合と同程度の業績予想を行うことができる。しかし、私的情報の入手にはコストがかかるため、そのようなコスト負担を避けるアナリストは私的情報の入手をしないことが考えられる。また、仮に私的情報を入手する場合にも、その情報量はアナリストの能力に依存するため、アナリスト間で差異がある。企業からのディスクロージャー情報という同一の情報を用いる程度が低くなることや、アナリスト間でも情報量の差が生じる結果、業績予想に関する個々のアナリストの合意の程度は低くなり、アナリスト間の予想のバラツキは大きくなることが考えられる。たとえば、上述した Lang and Lundholm (1996) はディスクロージャー情報の水準が高い企業ほど、アナリスト間の予想のバラツキが小さいことを発見している。

以上の議論を踏まえると、企業からのディスクロージャー情報の量はアナリスト予想の正確度やアナリスト間の予想のバラツキを左右する要因として位置づけることができる。企業からのディスクロージャーの手段は数多く存在するが、その1つに財務報告があり、財務報告によって伝達される会計情報はアナリストにとって特に重要な情報といえる。なぜならば、財務報告の主たる目的が業績予想に役立つ情報の提供であり、その点でアナリストの業績予想という目的に合致しているからである。たとえば、2006年12月に企業会計基準委員会が公表した討議資料「財務会計の概念フレームワーク」では、財務報告の目的を「投資家による企業成果の予測と企業価値の評価に役立つような、企業の財務状況の開示にある」（第1章、序文）としている。

アナリストの業績予想に会計情報は欠かせないが、会計情報は法律や会計基準からの規制を受けるため、企業間で情報量に大きな差はないといえる。一方、会計情報は利益マネジメントのような経営者の意図的な会計数値への介入によってノイズが含まれる可能性があることから、その品質がアナリスト予想の正確度やアナリスト間の予想のバラツキを左右すると考えられる⁵。たとえば、会計情報にノイズが含まれれば、業績予想に役立つ情報の提供とい

⁵ すべての利益マネジメントが会計数値にノイズをもたらすとは限らない。たとえば、中野・高須(2017)は利益平準化行動とアナリスト予想の特性の関係について検証しており、利益平準化が行われている企業ほど、アナリス

う財務報告の目的は達成されず、アナリストは精緻な業績予想をすることができなくなり、アナリスト予想の正確度は低くなることが考えられる。また、会計情報にノイズが含まれれば、アナリストは会計情報以外に信頼できる情報（たとえば、私的情報）に重点を置いて業績予想を行うことが考えられ、その結果、業績予想に関する個々のアナリストの合意の程度は低くなり、アナリスト間の予想のバラツキも大きくなることが考えられる。つまり、財務報告の品質が高く、会計情報に含まれるノイズが小さければ、アナリスト予想の正確度は高くなり、また、アナリスト間の予想のバラツキは小さくなることが考えられる。

2.2 監査役会の会計・財務の専門性と財務報告の品質

監査役会は株主総会で選任された3名以上の監査役（半数以上は社外監査役）によって構成されている（会社法329条1項・335条3項・390条1項）。そして、各監査役が取締役の職務執行の監査を行っている（会社法381条1項）。その業務は業務監査と会計監査に大別され、それぞれの業務は財務報告の品質に影響を及ぼす。具体的には、監査役は業務監査の一環として、内部統制システムの構築・運用に関するモニタリングを行っており、内部統制の品質を左右する。一方、先行研究では内部統制システムの品質が財務報告の品質の決定要因であることが明らかにされている（たとえば、Doyle et al. 2007; Ashbaugh-Skaife et al. 2008; Chan et al. 2008; Epps and Guthrie 2010）。したがって、監査役の業務監査は内部統制システムの品質を経由し、財務報告の品質に影響を及ぼす。また、監査役は会計監査の一環として、会計監査人との連携や監査役自身による財務報告のモニタリングを行っているが、これらの業務は財務報告の品質に直接影響する業務である。

会計・財務の専門性を有する監査役は、その専門性を活かすことで、業務監査や会計監査をより効果的に行うことができる存在として位置づけることができ、監査役会の会計・財務の専門性が高まれば、財務報告の品質も高まることが考えられる。たとえば、首藤・岩崎（2009）は会計の専門能力を有する独立社外監査役が監査役会に占める割合が高い企業ほど、保守主義の程度が高いことを発見している。また、浅野（2015）は監査専門家である社外監査役と法律専門家である社外監査役の両方が監査役会に在籍している企業では利益マネジメントが抑制されていることを発見している。さらに、山本（2016）は会計専門職（公認会計士または税理士）の資格保有者である監査役が監査役会に在籍している企業やその割合が高い企業ほど、利益マネジメントが抑制されていることを発見している。これらの検証結果は、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、財務報告の品質が高いことを示唆している⁶。

ト予想の正確度が高いことや、アナリスト間の予想のバラツキが小さいことなどを発見している。そして、この結果から利益平準化行動は私的情報を伝達する機能を有している可能性があることを指摘している。

⁶ 日本以外でも、アメリカを中心に監査委員会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、財務報告の品質が高いことが明らかにされている（たとえば、Abbott et al. 2004; Bédard et al. 2004; Krishnan and Visvanathan 2008; Dhaliwal et al. 2010; Krishnan et al. 2011）。

2.3 先行研究と仮説設定

2.1 節では、財務報告の品質が高いほど、アナリスト予想の正確度は高くなり、また、アナリスト間の予想のバラツキは小さくなることを述べた。一方、2.2 節では、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、財務報告の品質が高いことを述べた。ここで、それぞれの議論をまとめると、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業では、財務報告の品質が高く、それを經由することで、アナリスト予想の正確度は高く、アナリスト間の予想のバラツキは小さくなっていることが考えられる。つまり、監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の正確度には正の関係、アナリスト間の予想のバラツキには負の関係があることが予想される。

日本企業をサンプルに監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性の関係について検証を行った先行研究は筆者の知る限り存在しないが、アメリカ企業をサンプルに、監査委員会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性の関係について検証を行った先行研究として、Abernathy et al. (2013) と Farber et al. (2016) がある。

Abernathy et al. (2013) は CPA, 監査人, CFO, 財務管理者, CAO の経験者である監査委員会メンバーを「会計・財務の専門家 (accounting financial expert)」と定義した。そして、S&P500 を構成するアメリカ企業 2,484 企業・年をサンプルに、監査委員会の会計・財務の専門性と、アナリスト予想の正確度およびアナリスト間の予想のバラツキの関係について検証を行った。その結果、監査委員会における会計・財務の専門家の割合が高い企業ほど、アナリスト予想の正確度が高く、アナリスト間の予想のバラツキが小さいことを発見している。

つぎに、Farber et al. (2016) は財務担当副社長, CFO, 財務管理者, その他の財務や会計の担当役員, CPA の経験者である監査委員会メンバーを「会計の専門家 (accounting expert)」と定義した。そして、S&P1,500 を構成するアメリカ企業からランダムに抽出した 786 企業・年をサンプルに、監査委員会の会計・財務の専門性と、アナリスト予想の正確度およびアナリスト間の予想のバラツキの関係について検証を行った⁷。その結果、監査委員会に会計の専門家が就任した後の期間では、アナリスト予想の正確度の向上とアナリスト間の予想のバラツキの低下が見られることを発見している。

このようにアメリカ企業をサンプルにした先行研究では、一貫して、監査委員会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の正確度には正の関係、アナリスト間の予想のバラツキには負の関係があることが明らかにされている⁸。日本企業をサンプルに監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性の関係について検証を行った先行研究は筆者の知る限り存在しないため、両者にどのような関係が見られるかは実証的課題といえる。そこで本稿では、

⁷ アナリスト間の予想のバラツキについては、サンプル数は 768 企業・年となっている。

⁸ 監査委員会の会計・財務の専門性以外にも、監査委員会や取締役会の独立性やジェンダー・ダイバーシティといった特性とアナリスト予想の特性の関係について検証を行った先行研究がある (たとえば、Byard et al. 2006; Cheng 2008; Gul et al. 2013)。また、Beeks and Brown (2006) はオーストラリア企業をサンプルに、ガバナンス全体の評価とアナリスト予想の特性について検証を行っている。

これまでの議論を踏まえ、以下の仮説を検証する。

仮説 1：監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、アナリスト予想の正確度が高い。

仮説 2：監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、アナリスト間の予想のバラツキが小さい。

3. 検証モデル

3.1 アナリスト予想の特性を表す変数

本稿ではアナリスト予想の特性を表す変数として、アナリスト予想の正確度を表す変数（ACCY）とアナリスト間の予想のバラツキを表す変数（DISP）を用いる。それぞれの変数は以下の計算式により作成する。なお、添え字 t は決算年を表す。

$$ACCY_{t+1} = (-1) \frac{|t+1 \text{ 期の実績値} - t+1 \text{ 期のアナリスト予想値}|}{t \text{ 期 3 月末の株式時価総額}}$$

$$DISP_{t+1} = \frac{t+1 \text{ 期のアナリスト予想値の標準偏差}}{t \text{ 期 3 月末の株式時価総額}}$$

$t+1$ 期のアナリスト予想値は、 t 期終了後の 5 月末時点における $t+1$ 期に関する個々のアナリスト予想値の平均値であり、 $t+1$ 期のアナリスト予想値の標準偏差は、それらアナリスト予想値の標準偏差である^{9,10}。業績には、売上高、営業利益、経常利益、当期利益を用いる。また、企業規模の影響を緩和するため、 t 期 3 月末の株式時価総額で除する。ACCY は、その値が大きい（小さい）ほど、アナリスト予想の正確度が高い（低い）ことを意味し、DISP はその値が大きい（小さい）ほど、アナリスト間の予想のバラツキが大きい（小さい）ことを意味する。

⁹ 本稿では t 期末の監査役会の会計・財務の専門性を対象に検証を行っている。 t 期末時点で在籍している監査役による業務監査と会計監査を経た会計情報は t 期終了後の決算発表においていち早く公表されるため、 t 期末の監査役会の会計・財務の専門性は t 期終了後の決算発表において公表される会計情報の品質に影響を及ぼすこととなる。一方、アナリストは t 期終了後の決算発表において公表される会計情報を用いて $t+1$ 期の業績予想を行うこととなる。したがって、 t 期末の監査役会の会計・財務の専門性は t 期終了後の決算発表が終了した時点におけるアナリスト予想の特性に影響を及ぼすこととなる。森脇（2016）は決算日後 40~45 日での決算発表が多いことを明らかにしており、本稿のサンプルである 3 月決算企業の場合、5 月中旬までに決算発表が行われることが一般的である。そのため、本稿では t 期終了後の 5 月末時点のアナリスト予想データを用いている。

¹⁰ ACCY について個々のアナリスト予想値の中央値を用いた場合の検証も行ったが、5 節の検証結果と概ね同様であった。

3.2 監査役会の会計・財務の専門性を表す変数

監査役会の会計・財務の専門性を表す変数を作成するためには、(1)各企業の監査役の特定、(2)各監査役が会計・財務の専門性を有するかの判断、(3)監査役会の会計・財務の専門性を表す変数の作成というプロセスを経なければならない。本稿では、(1)各企業の監査役の特定について、事業報告の「株式会社の会社役員に関する事項」から決算日時点で各企業に在籍していた監査役を特定する¹¹。

つぎに、(2)各監査役が会計・財務の専門性を有するか判断するため、以下の2つの基準を用いる。1つ目の基準は、事業報告において「財務及び会計に関する相当程度の知見を有する」とされている監査役を、会計・財務の専門性を有すると判断する基準（以下、事業報告開示基準）である。事業報告の「株式会社の会社役員に関する事項」には役員一覧が記載されており、その脚注や別途専門性に関する項目を設けることで、各監査役が「財務及び会計に関する相当程度の知見を有する」か記載されている（会社法施行規則121条9号）。本稿ではその情報を用いる¹²。

2つ目の基準は、会計専門職（公認会計士または税理士）の資格保有者である監査役を、会計・財務の専門性を有すると判断する基準（以下、会計専門職資格保有基準）である。本稿では、事業報告の「株式会社の会社役員に関する事項」と有価証券報告書の「役員の状況」を用いて、各監査役が会計専門職の資格保有者であるか確認する¹³。

以上、2つの基準により各監査役が会計・財務の専門性を有するか判断した後、(3)監査役会の会計・財務の専門性を表す変数を作成する。監査役会の会計・財務の専門性を表す変数は、事業報告開示基準を用いた場合の変数（EXPERT）と、会計専門職資格保有基準を用いた場合の変数（ACCOUNTING）から構成され、それぞれの基準により会計・財務の専門性を有すると判断された監査役が全監査役に占める割合を表す変数、人数を表す変数、少なくとも1名いることを表すダミー変数から構成される。これらの変数はその値が大きい（小さい）ほど、監査役会の会計・財務の専門性が高い（低い）ことを意味する。

3.3 検証モデル

仮説を検証するために、以下の検証モデルを最小二乗法により推定する。(1)式と(2)式は仮説1、(3)式と(4)式は仮説2の検証モデルである。なお、(1)式と(3)式は事業報告開示基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合の検証モデルであり、(2)式と(4)式は会計専

¹¹ 事業報告の「株式会社の会社役員に関する事項」では、直前の定時株主総会終結日以降に在籍していた会社役員が記載され、辞任または解任があった場合、その情報も記載される（会社法施行規則121条1号・7号）。

¹² 企業によっては、「財務及び会計に関する相当程度の知見を有する」という表現を用いていない場合がある。本稿では、「財務」または「会計」のいずれかに関して知見があることが記載されていた場合や「公認会計士（税理士）の資格を有している」といった記載がある場合に、「財務及び会計に関する相当程度の知見を有する」と同様の表現として扱っている。

¹³ 公認会計士や税理士の資格保有者であることが確認できる場合に加え、会計事務所等の開業やそれらの代表・所長等の経歴がある場合も会計専門職の資格保有者に含める。

門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合の検証モデルである。添え字 i は企業， t は決算年を表す。また，表 1 は各変数の定義をまとめたものである。

$$\begin{aligned}
 ACCY_{i,t+1} = & \alpha + \beta_1 EXPERT_{i,t} + \beta_2 BOD_SIZE_{i,t} + \beta_3 BOD_OUT_{i,t} + \beta_4 BOD_AGE_{i,t} + \beta_5 AUD_SIZE_{i,t} \\
 & + \beta_6 AUD_OUT_{i,t} + \beta_7 AUD_AGE_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 NANA_{i,t} + \beta_{10} SURPRISE_{i,t} + \beta_{11} VOL_{i,t} \\
 & + \beta_{12} BADNEWS_{i,t} + \sum \gamma Year \\
 & + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 ACCY_{i,t+1} = & \alpha + \beta_1 ACCOUNTING_{i,t} + \beta_2 BOD_SIZE_{i,t} + \beta_3 BOD_OUT_{i,t} + \beta_4 BOD_AGE_{i,t} + \beta_5 AUD_SIZE_{i,t} \\
 & + \beta_6 AUD_OUT_{i,t} + \beta_7 AUD_AGE_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 NANA_{i,t} + \beta_{10} SURPRISE_{i,t} + \beta_{11} VOL_{i,t} \\
 & + \beta_{12} BADNEWS_{i,t} + \sum \gamma Year + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
 DISP_{i,t+1} = & \alpha + \beta_1 EXPERT_{i,t} + \beta_2 BOD_SIZE_{i,t} + \beta_3 BOD_OUT_{i,t} + \beta_4 BOD_AGE_{i,t} + \beta_5 AUD_SIZE_{i,t} + \beta_6 AUD_OUT_{i,t} \\
 & + \beta_7 AUD_AGE_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 NANA_{i,t} + \beta_{10} SURPRISE_{i,t} + \beta_{11} VOL_{i,t} + \beta_{12} BADNEWS_{i,t} \\
 & + \sum \gamma Year + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{3}$$

$$\begin{aligned}
 DISP_{i,t+1} = & \alpha + \beta_1 ACCOUNTING_{i,t} + \beta_2 BOD_SIZE_{i,t} + \beta_3 BOD_OUT_{i,t} + \beta_4 BOD_AGE_{i,t} + \beta_5 AUD_SIZE_{i,t} \\
 & + \beta_6 AUD_OUT_{i,t} + \beta_7 AUD_AGE_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 NANA_{i,t} + \beta_{10} SURPRISE_{i,t} + \beta_{11} VOL_{i,t} \\
 & + \beta_{12} BADNEWS_{i,t} + \sum \gamma Year + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{4}$$

[このあたりに表 1 の挿入]

本稿における検証変数は，(1)式と(3)式では EXPERT，(2)式と(4)式では ACCOUNTING であり， β_1 の期待符号は，(1)式と(2)式では正，(3)式と(4)式では負となる。また，本稿では，監査役会の会計・財務の専門性の他にアナリスト予想の特性に影響を与える要因をコントロールするため，ガバナンス関連のコントロール変数，企業特性関連のコントロール変数，年度ダミーを含めている。

まず，ガバナンス関連のコントロール変数について述べる。海外企業をサンプルにした先行研究では，取締役会や監査委員会の規模が大きかったり，独立性が高い企業ほど財務報告の品質が高いことが明らかにされており，日本企業をサンプルにした先行研究でも，取締役会や監査役会の独立性が高い企業ほど，財務報告の品質が高いことが明らかにされている（たとえば，Klein 2002; Xie et al. 2003; Bédard et al. 2004; Ghosh et al. 2010; 岩崎 2009; 矢澤 2011）。取締役会や監査役会の規模，独立性は財務報告の品質への影響を経由して，アナリス

ト予想の特性にも影響することが考えられる。たとえば、Byard et al. (2006) は、取締役会や監査委員会の規模が大きかったり、取締役会の独立性が高い企業ほど、アナリスト予想の正確度が高いことを発見しており、Nowland (2008) は取締役会の規模とアナリスト予想の正確度の関係について同様の発見をしている。また、心理学では、人は高齢であるほど、リスク回避的になることが明らかにされている（たとえば、Vroom and Phal 1971）。取締役会や監査役会が高齢であれば、財務報告の品質を高めるよう効果的なモニタリングが行われることが考えられ、その結果、アナリスト予想の特性にも影響することが考えられる。

以上の議論を踏まえ、本稿では、取締役会や監査役会の規模を表す変数 (BOD_SIZE, AUD_SIZE)、独立性を表す変数 (BOD_OUT, AUD_OUT)、年齢を表す変数 (BOD_AGE, AUD_AGE) をガバナンス関連のコントロール変数として含める¹⁴。なお、 $\beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$ の期待符号は、(1)式と(2)式では正、(3)式と(4)式では負となる。

つぎに、企業特性関連のコントロール変数について述べる。先行研究では、企業規模が大きかったり、アナリストのフォロー数が多い企業ほど、アナリスト予想の正確度が高かったり、アナリスト間の予想のバラツキが小さいことが明らかにされている (Lang and Lundholm 1996; Brown 1997; 阿部 2000a; 太田 2005)。また、Lang and Lundholm (1996) は利益サプライズの程度が大きい企業ほど、アナリスト予想の正確度が低く、アナリスト間の予想のバラツキが大きいことや、利益の変動性が大きい企業ほど、アナリスト予想の正確度が低いことを発見している。さらに、Hwang et al. (1996) や阿部 (2000b) は、赤字企業の方が、黒字企業よりもアナリスト予想の正確度が低いことを発見している。赤字のように業績にバッド・ニュースが含まれる場合、経営者は業績改善策を行うことが考えられるが、その効果がどの程度表れるか、事前に予想するのは困難である。したがって、アナリスト予想の正確度は低くなり、また、アナリスト間の予想のバラツキは大きくなることが考えられる。

以上の議論を踏まえ、本稿では、企業規模を表す変数 (SIZE)、アナリストのフォロー数を表す変数 (NANA)、業績サプライズの程度を表す変数 (SURPRISE)、業績の変動性を表す変数 (VOL)、業績にバッド・ニュースが含まれるかを表す変数 (BADNEWS) を企業特性関連のコントロール変数として含める¹⁵。なお、 β_8, β_9 の期待符号は、(1)式と(2)式では正、(3)式と(4)式では負となり、 $\beta_{10}, \beta_{11}, \beta_{12}$ の期待符号は、(1)式と(2)式では負、(3)式と(4)式では正となる。

¹⁴ 事業報告から決算日時点で各企業に在籍していた取締役を特定し、取締役や監査役が社外役員であるかについても事業報告から確認している。年齢については有価証券報告書から生年月日を確認し、決算日時点の取締役や監査役の年齢を算出している。なお、有価証券報告書から生年月日が確認できない場合、役員四季報を用いている。

¹⁵ アナリストのフォロー数を表す変数 (NANA) と業績を用いるコントロール変数 (SURPRISE, VOL, BADNEWS) については、アナリスト予想の特性を表す変数 (ACCY と DISP) に用いた業績に対応するものを用いている。

4. サンプルと基本統計量

4.1 サンプル抽出とデータベース

本稿では検証にあたり、2014年3月末時点または2015年3月末時点で東京証券取引所1部・2部に上場していた3月連結決算企業を当初サンプルとして収集した。その結果、2014年が1,667企業、2015年が1,682企業の計3,349企業・年が当初サンプルとして集まった。そして以下の6つの要件に該当するサンプルを除外することで、検証に用いる最終サンプルを抽出する。

要件1：金融業（日経業種中分類の銀行・証券・保険・その他金融業）に属している企業

要件2：日本基準を採用していない企業

要件3：決算月数が12ヶ月でない企業

要件4：監査役会設置会社以外の企業

要件5：複数のアナリストが予想を出していない企業

要件6：検証に用いる全ての変数が入手できない企業

表2は当初サンプルから最終サンプルまでのサンプル抽出過程を示したものである。最終サンプルは2014年が378企業、2015年が366企業の計744企業・年となっている。

[このあたりに表2の挿入]

本稿では、アナリスト予想データはアイフィスジャパンの『IFIS Consensus Data』、財務データは日本経済新聞デジタルメディアの『日経 NEEDS-Financial QUEST』、株価データは金融データソリューションズの『日本上場株式 日次リターンデータ』より入手し、監査役会の会計・財務の専門性を表す変数およびガバナンス関連のコントロール変数の作成に必要となるデータは手作業により入手している。なお、財務データは連結財務諸表データを用いている。

4.2 基本統計量と相関係数

本稿では、異常値による検証結果への影響を緩和するため、検証に用いる連続変数について、各年度における分布の1パーセンタイル値以下（99パーセンタイル値以上）を異常値とし、1パーセンタイル値（99パーセンタイル値）に置換している。

表3は基本統計量を示したものである。EXPERT_RとACCOUNTING_Rの平均値は0.326と0.128であり、いずれも0.5を下回っている。したがって、サンプル全体の平均的な傾向

として、会計・財務の専門性を有する監査役は監査役会の過半数を超えていないことが分かる。また、それぞれの分布を見てみると、EXPERT_Rは75パーセンタイル値で0.500、ACCOUNTING_Rは最大値で0.667となっていることから、会計・財務の専門性を有する監査役が支配的な監査役会が備わった企業はわずかであることが分かる。ただし、EXPERT_DとACCOUNTING_Dの平均値は0.809と0.438となっている。したがって、事業報告開示基準を用いて監査役が会計・財務の専門性を有するか判断した場合には約80%の企業、また、会計専門職資格保有基準を用いて判断した場合には約40%の企業において会計・財務の専門性を有する監査役が少なくとも1名いることが分かる。CGコードでは、会計・財務の専門性を有する監査役の1名以上の選任が提言されているが、比較的多くの企業がその提言を達成しているといえる。

[このあたりに表3の挿入]

表4のPanel AはEXPERT_Dが0と1の値をとるサンプルにおける、ACCYおよびDISPの平均値の差の検定を行った結果を示したものであり、Panel BはACCOUNTING_Dが0と1の値をとるサンプルにおける、ACCYおよびDISPの平均値の差の検定を行った結果を示したものである。平均値の差の検定には、等分散性を仮定しないWelchのt検定を用いている。

Panel Aより、事業報告開示基準を用いた場合、ACCYおよびDISPの平均値の差に統計的に有意な差は見られない。一方、Panel Bより、会計専門職資格保有基準を用いた場合、ACCYについては営業利益を用いた場合(ACCY_OPI)において、有意水準5%で統計的に有意な差が見られる。この結果は、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業の方が、営業利益に関するアナリスト予想の正確度が高いと解釈でき、仮説1と整合している。また、DISPについては用いた業績に関わらず、有意水準1%で統計的に有意な差が見られる。この結果は、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業の方が、アナリスト間の予想のバラツキが小さいと解釈でき、仮説2と整合している。

[このあたりに表4の挿入]

表5は変数間の相関係数を示したものである。まず、事業報告開示基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合について見てみると、ACCY((1)から(4))およびDISP((5)から(8))とEXPERT((9)から(11))に統計的に有意な関係は見られない。つぎに、会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合について見てみると、ACCY((1)から(4))とACCOUNTING((12)から(14))について、一部で統計的に有意な正の関係

が見られる。この結果は仮説 1 と整合している。また、DISP (5)から(8) と ACCOUNTING (12)から(14) については、全ての組み合わせにおいて統計的に有意な負の関係が見られる。この結果は仮説 2 と整合している。

表 4 と表 5 から、会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合、仮説 1 と仮説 2 について支持される結果が得られているといえる。ただし、いずれもアナリスト予想の特性に影響を与える他の要因をコントロールしていないため、それらの要因をコントロールしても同様の関係が見られるのか、5 節で検証を行う。

最後に、説明変数間の相関係数を見てみると、いくつかの変数について高い相関が見られる。そこで、本稿では、5 節以降行った全ての回帰分析で分散増幅因子 (Variance Inflation Factor : VIF) を計算した。しかし、VIF は最大のものでも 3.01 であり、一般に多重共線性が懸念される基準値とされる 10 を下回っていたことから、多重共線性の問題は深刻でないものと考えられる。

[このあたりに表 5 の挿入]

5. 検証結果

5.1 仮説 1 の検証結果

表 6 は仮説 1 の検証結果を示したものであり、Panel A は事業報告開示基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合の検証結果、Panel B は会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合の検証結果となっている。Panel A から、EXPERT に係る係数 (β_1) は、統計的に有意な値となっていない。一方、Panel B から、ACCOUNTING に係る係数 (β_1) は、業績に売上高と営業利益を用いた場合、一部を除き統計的に有意な正の値となっている。また、他の業績を用いた場合、統計的に有意となっていないが、一貫して正の値であり期待符号と一致している。この検証結果は、会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、売上高と営業利益に関するアナリスト予想の正確度は高いと解釈でき、予想される業績によるものの仮説 1 は支持される。

つぎにコントロール変数について述べる。全ての場合において、SIZE に係る係数 (β_8) は、期待符号と一致しており、統計的に有意な値となっている。また、用いた業績によっては、SURPRISE に係る係数 (β_{10})、VOL に係る係数 (β_{11})、BADNEWS に係る係数 (β_{12}) も期待符号と一致しており、統計的に有意な値となっている。一方、BOD_AGE に係る係数 (β_4)、

AUD_SIZEに係る係数 (β_5), NANAに係る係数 (β_9) は、用いた業績によっては、期待符号に反しており、統計的に有意な値となっている。

[このあたりに表 6 の挿入]

5.2 仮説 2 の検証結果

表 7 は仮説 2 の検証結果を示したものであり、Panel A は事業報告開示基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合の検証結果、Panel B は会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合の検証結果となっている。Panel A から、EXPERTに係る係数 (β_1) は、統計的に有意な値となっていない。一方、Panel B から、ACCOUNTINGに係る係数 (β_1) は、ほとんどの場合において、統計的に有意な負の値となっている。この検証結果は、会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、予想される業績に関係なく、アナリスト間の予想のバラツキが小さいと解釈でき、仮説 2 は支持される。

つぎにコントロール変数について述べる。全ての場合において、SIZEに係る係数 (β_8), VOLに係る係数 (β_{11}) は、期待符号と一致しており、統計的に有意な値となっている。また、用いた業績によっては、BOD_OUTに係る係数 (β_3), SURPRISEに係る係数 (β_{10}), BADNEWSに係る係数 (β_{12}) も期待符号と一致しており、統計的に有意な値となっている。一方、全ての場合において、BOD_AGEに係る係数 (β_4), NANAに係る係数 (β_9) は、期待符号に反しており、統計的に有意な値となっている。また、用いた業績によっては、BOD_SIZEに係る係数 (β_2), AUD_SIZEに係る係数 (β_5) も期待符号に反しており、統計的に有意な値となっている。

[このあたりに表 7 の挿入]

6. 追加検証

6.1 財務報告の品質をコントロールした場合の検証結果

本稿では、財務報告の品質を経由することで、監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性に関係が見られるというシナリオを想定し、検証を行った。しかし、財務報告の品質をコントロールしていなかったため、本稿では 1 つ目の追加検証として、財務報告の品質をコントロールした上でも、監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性に

統計的に有意な関係が見られるか検証を行う。本稿のシナリオが成立しているならば、財務報告の品質を表す変数とアナリスト予想の特性には統計的に有意な関係が見られ、財務報告の品質をコントロールしたことで、監査役会の会計・財務の専門性を表す変数に係る係数の有意水準は低下することが予想される。

本稿では、財務報告の品質を表す変数 (FRQ) として、利益マネジメントの程度を用いる。なお、利益マネジメントの程度は、裁量的会計発生高の絶対値に-1を乗じた値を用いており、FRQはその値が大きい(小さい)ほど、財務報告の品質が高い(低い)ことを意味する¹⁶。そして、3.3節の(1)式から(4)式のコントロール変数にFRQを含めることで、財務報告の品質をコントロールした場合の検証を行う。なお、FRQに係る係数の期待符号は(1)式と(2)式では正、(3)式と(4)式では負となる。

表8は仮説1に関する追加検証の結果、表9は仮説2に関する追加検証の結果を示したものであり、Panel Aは事業報告開示基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合の検証結果、Panel Bは会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合の検証結果となっている¹⁷。

表8と表9の検証結果から、用いた業績によっては、FRQに係る係数は、期待符号と一致し統計的に有意な値となっている。したがって、財務報告の品質はアナリスト予想の特性の決定要因であると解釈できる。また、表8のPanel Aから、業績に売上高を用いた場合、EXPERTに係る係数 (β_1) は、一部を除いて統計的に有意な正の値となっており、Panel Bから、業績に売上高と営業利益を用いた場合、ACCOUNTINGに係る係数 (β_1) は、一部を除いて統計的に有意な正の値となっている。一方、表9のPanel Aから、EXPERTに係る係数 (β_1) は、統計的に有意な値となっていないが、Panel Bから、ACCOUNTINGに係る係数 (β_1) は、ほとんどの場合において、統計的に有意な負の値となっている。

表8と表9における、ACCOUNTINGに係る係数 (β_1) の結果は、5.1節や5.2節と同様であるが、有意水準が低下しているケースが見られる。このことから、財務報告の品質をコントロールしない場合、ACCOUNTINGは財務報告の品質の代理変数となっている可能性があり、5.1節や5.2節で見られた監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性の統計的に有意な関係の背後には財務報告の品質の経由があったと解釈できる。このことは、本稿で想定したシナリオと整合している。また、ACCOUNTINGが財務報告の品質の代理変数となっているということは、監査役会の会計・財務の専門性と財務報告の品質に正の関係があることを明らかにしている先行研究とも整合している。

¹⁶ 裁量的会計発生高の算出モデルにはKasznik (1999) が提示したCFO修正ジョーンズ・モデルを用いている。なお、Kothari et al. (2005) は裁量的会計発生高の算出モデルに定数項を含めることを推奨しており、本稿でも定数項を含めている。裁量的会計発生高の算出に用いたサンプルは、当初サンプルから(1)要件1・要件2・要件3に該当するサンプル、(2)CFO修正ジョーンズ・モデルに必要な変数が入手できないサンプル、(3)同一年度・同一産業で10個以上の観測値が得られないサンプルを除外した後のサンプルを用いている。そして、同一年度・同一産業でCFO修正ジョーンズ・モデルを推定し、裁量的会計発生高を算出している。

¹⁷ 財務報告の品質を表す変数 (FRQ) が入手可能なサンプルは、700企業・年であった。

以上のように表 8 と表 9 の検証結果は、本稿のシナリオと整合するものであるが、財務報告の品質をコントロールした上でも、監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性に統計的に有意な関係が見られていることには注意しなければならない。この検証結果は、監査役会の会計・財務の専門性は財務報告以外でアナリスト予想の特性に影響を及ぼすような企業からのディスクロージャー情報の品質向上（たとえば、IR の充実化）に寄与している可能性があることを示唆しており、監査役会の会計・財務の専門性と財務報告以外の企業からのディスクロージャー情報の品質との関係という新たな検証課題を提示している。

[このあたりに表 8・表 9 の挿入]

6.2 アナリスト予想の特性の時系列変化

5 節では、 t 期終了後の 5 月末時点のアナリスト予想に基づいて検証を行ったが、その後の時系列変化に違いが見られるのか 2 つ目の追加検証として検証を行う。図 1（図 2）は事業報告開示基準（会計専門職資格保有基準）を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合の ACCY または DISP の時系列変化を示したものである¹⁸。なお、図 1（図 2）の実線は EXPERT_D (ACCOUNTING_D) が 1 をとるサンプルの ACCY または DISP の平均値であり、破線は EXPERT_D (ACCOUNTING_D) が 0 をとるサンプルの ACCY または DISP の平均値である。また、図の横軸はアナリスト予想の測定時点を表しており、 $t=-10$ は t 期の決算発表が終了した 5 月末であり、 $t=0$ はアナリストが予想している $t+1$ 期の決算月である翌期の 3 月末となっている。

まず、アナリスト予想の正確度（ACCY）について述べる。図 1 と図 2 から、監査役会の会計・財務の専門性に関わらず、時間の経過と共にアナリスト予想の正確度は高くなる傾向があることが分かる。そして、図 2 から、会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業の方が、予想される業績や測定時点に関わらず、アナリスト予想の正確度が高いことが分かる。

つぎに、アナリスト間の予想のバラツキ（DISP）について述べる。図 1 と図 2 から、当期利益を除いて、監査役会の会計・財務の専門性に関わらず、時間の経過と共にアナリスト間の予想のバラツキは小さくなる傾向があることが分かる。そして、図 2 から、会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業の方が、ほとんどの場合において、アナリスト間の予想のバラツキが小さいことが分かる。

¹⁸ 時系列で継続的に比較ができるようにするため、ACCY と DISP のデータが連続して入手可能であったサンプルに限定している。その結果、サンプル数は 476 企業・年となっている。

[このあたりに図 1・図 2 の挿入]

6.3 アナリスト予想を楽観的予想と悲観的予想でサンプルを分割した場合の検証結果

3つ目の追加検証として、全体サンプルをアナリスト予想が楽観的であるサンプルと悲観的であるサンプルに分割し、監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の正確度の関係について検証を行う。

本稿では、t+1 期のアナリスト予想値が t+1 期の実績値を上回っている場合をアナリスト予想が楽観的であるサンプル、下回っている場合をアナリスト予想が悲観的であるサンプルとする。そして、それぞれのサンプルを用いて 3.3 節の(1)式と(2)式を推定する。

表 10 は検証結果を示したものであり、Panel A と Panel B は事業報告開示基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合の検証結果、Panel C と Panel D は会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合の検証結果となっている。また、Panel A と Panel C はアナリスト予想が楽観的であるサンプルを用いた場合の検証結果、Panel B と Panel D はアナリスト予想が悲観的であるサンプルを用いた場合の検証結果となっている。

Panel A と Panel B から、EXPERT に係る係数 (β_1) は、統計的に有意な値となっていない。また、Panel D から、ACCOUNTING に係る係数 (β_1) は、統計的に有意な値となっていない。一方、Panel C から、ACCOUNTING に係る係数 (β_1) は、業績に営業利益と経常利益を用いた場合、一部を除き統計的に有意な正の値となっている。この検証結果は、会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、営業利益や経常利益に関するアナリスト予想が過度に楽観的になることなく、その正確度が高いと解釈できる。

[このあたりに表 10 の挿入]

6.4 頑健性チェック

本稿では、5 節で得られた検証結果の頑健性を確かめるため以下の検証を行った。第 1 に、異常値処理を行わない場合の検証を行った。第 2 に、取締役会と監査役会の独立性の定義を変更し検証を行った。東京証券取引所は上場企業に対して 1 名以上の独立役員の確保を求めている。そこで、BOD_OUT や AUD_OUT における社外役員の代わりに独立役員を用いて検証を行った¹⁹。それぞれの検証結果は、5 節と概ね同様であった。

¹⁹ 事業報告から独立役員であるか確認している。

7. まとめ

本稿では、監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性の関係について実証的に検証を行った。その結果、会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、(1)売上高と営業利益に関するアナリスト予想の正確度が高いこと、(2)予想される業績に関わらずアナリスト間の予想のバラツキが小さいことが分かった。また、財務報告の品質をコントロールした場合、財務報告の品質とアナリスト予想の特性には統計的に有意な関係が見られ、(1)や(2)の関係は弱まることが分かった。このことは、監査役会の会計・財務の専門性が財務報告の品質を代理していたことを示唆しており、監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性に統計的に有意な関係が見られた背後には財務報告の品質の経由があったものと解釈できる。ただし、財務報告の品質をコントロールしても、(1)や(2)の関係は統計的に有意な関係であったことから、監査役会の会計・財務の専門性が財務報告以外でアナリスト予想の特性に影響を及ぼす企業からのディスクロージャー情報の品質向上に寄与している可能性があることも分かった。

この他にも、アナリスト予想の特性の時系列変化を見たところ、会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業の方が、継続してアナリスト予想の正確度が高く、アナリスト間の予想のバラツキが小さいことが分かった。また、監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の正確度について、アナリスト予想が楽観的もしくは悲観的であるサンプルに分割し検証を行ったところ、会計専門職資格保有基準を用いて監査役会の会計・財務の専門性を捉えた場合、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、営業利益や経常利益に関するアナリスト予想が過度に楽観的になることなく、その正確度が高いことも分かった。

本稿の貢献はいくつかある。第1に、先行研究に対する貢献がある。日本企業をサンプルにした先行研究では、監査役会の会計・財務の専門性と財務報告の品質の関係について研究が行われており、会計情報の利用者への影響という観点からの検証は行われていない。本稿は、会計情報の利用者への影響に注目し、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど、アナリスト予想の正確度が高く、アナリスト間の予想のバラツキが小さいという新たな発見事項を提示している。さらに、本稿では監査役会の会計・財務の専門性が財務報告の品質を代理していたことを示唆する検証結果が得られており、監査役会の会計・財務の専門性が高い企業ほど財務報告の品質が高いという先行研究で得られた発見事項をサポートしている。これらは先行研究に対する本稿の貢献である。

第2に、監査役会の会計・財務の専門性を扱う研究に対する貢献がある。本稿では、監査

役会の会計・財務の専門性が財務報告以外の企業からのディスクロージャー情報の品質向上に寄与していることを示唆する検証結果が得られている。財務報告以外の企業からのディスクロージャー情報に対する監査役会の会計・財務の専門性の影響という新たな検証課題を提示した点は、監査役会の会計・財務の専門性を扱う研究に対する貢献である。

第3に、実務に対する貢献がある。本稿の検証結果は、監査役会の会計・財務の専門性には、アナリスト予想の正確度の向上や、アナリスト間の予想のバラツキの低下をもたらす経済的意義があることを示唆している。近年、監査役会の会計・財務の専門性は社会的に関心が高まりつつあるが、その経済的意義について、実証的な証拠を提示した点は、実務に対する貢献である。

以上のような貢献が本稿にはあると考えられるが、いくつか限界点もある。第1に、本稿では、検証にあたり、データを手収集で集める必要があったため、検証期間が2年と限られている。検証期間を長期間に拡大し、検証結果の一般化を図る必要がある。第2に、本稿では、監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性について因果関係までは明らかにできていない。両者の因果関係を明らかにする必要がある。

参考文献

- 浅野信博. 2015. 「社外監査役の専門性属性は財務報告の品質を高めるのか」『経営研究』66(3): 49-69.
- 阿部圭司. 2000a. 「アナリストによる企業業績予測に関する調査」『産業研究（高崎経済大学附属産業研究所紀要）』35(2): 54-66.
- 阿部圭司. 2000b. 「過年度利益情報によるアナリスト予測のバイアスについて」『高崎経済大学論集』43(1): 109-117.
- 岩崎拓也. 2009. 「監査役会と取締役会の特徴が利益調整に与える影響」『六甲台論集－経営学編－』56(1): 77-105.
- 太田浩司. 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』18: 141-159.
- 太田浩司. 2008. 「経営者とアナリストの業績予想」柴健次・須田一幸・薄井彰編著『現代のディスクロージャー－市場と経営を革新する－』中央経済社: 530-564.
- 奥村雅史. 2014. 『利益情報の訂正と株式市場』中央経済社.
- 首藤昭信・岩崎拓也. 2009. 「監査役会および取締役会の独立性と保守主義の適用」『産業経理』69(1): 89-99.
- 中野誠・高須悠介. 2017. 「利益平準化行動がアナリスト予想と固有株式リターン・ボラティリティに及ぼす影響」中野誠編著『マクロとミクロの実証会計』中央経済社: 87-128.
- 森脇敏雄. 2016. 「年次決算発表の集中化と利益情報に対する株価形成」『証券アナリストジャーナル』54(11): 83-93.
- 矢澤憲一. 2011. 「コーポレート・ガバナンス, 監査報酬, 利益管理の関連性」『会計プロGRESS』12: 28-44.
- 山本健人. 2016. 「監査役会の専門性と財務会計情報の品質」日本会計研究学会第75回全国大会報告論文.
- Abbott, L. J., S. Parker, and G. F. Peters. 2004. Audit committee characteristics and restatements. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 23 (1): 69-87.
- Abernathy, J. L., D. Herrmann, T. Kang, and G. V. Krishnan. 2013. Audit committee financial expertise and properties of analyst earnings forecasts. *Advances in Accounting* 29 (1): 1-11.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, W. R. Kinney, and R. LaFond. 2008. The effect of SOX internal control deficiencies and their remediation on accrual quality. *The Accounting Review* 83 (1): 217-250.
- Bédard, J., S. M. Chtourou, and L. Courteau. 2004. The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 23 (2): 13-35.
- Beeks, W., and P. Brown. 2006. Do better-governed Australian firms make more informative disclosures? *Journal of Business Finance and Accounting* 33 (3-4): 422-450.
- Brown, L. D. 1997. Analyst forecasting errors: Additional evidence. *Financial Analysts Journal* 53 (6): 81-88.
- Byard, D., Y. Li, and J. Weintrop. 2006. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. *Journal of Accounting and Public Policy* 25 (5): 609-625.
- Chan, K. C., B. Farrell, and P. Lee. 2008. Earnings management of firms reporting material internal control weaknesses under section 404 of the Sarbanes-Oxley Act. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 27 (2): 161-179.
- Cheng, S. 2008. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics* 87 (1): 157-176.

- Dhaliwal, D., V. Naiker, and F. Navissi. 2010. The association between accruals quality and the characteristics of accounting experts and mix of expertise on audit committees. *Contemporary Accounting Research* 27 (3) : 787-827.
- Doyle, J. T., W. Ge, and S. McVay. 2007. Accruals quality and internal control over financial reporting. *The Accounting Review* 82 (5) : 1141-1170.
- Epps, R. W., and C. P. Guthrie. 2010. Sarbanes-Oxley 404 material weaknesses and discretionary accruals. *Accounting Forum* 34 (2) : 67-75.
- Farber, D. B., S. X. Huang, and E. Mauldin. 2016. Audit committee accounting expertise, analyst following, and market liquidity. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* (forthcoming) : 1-26.
- Ghosh, A., A. Marra, and D. Moon. 2010. Corporate boards, audit committees, and earnings management: Pre- and Post-SOX evidence. *Journal of Business Finance and Accounting* 37 (9-10) : 1145-1176.
- Gul, F. A., M. Hutchinson, and K. M. Y. Lai. 2013. Gender-diverse boards and properties of analyst earnings forecasts. *Accounting Horizons* 27 (3) : 511-538.
- Herrmann, D., and W. B. Thomas. 2005. Rounding of analyst forecasts. *The Accounting Review* 80 (3) : 805-823.
- Hope, O. -K. 2003. Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An international study. *Journal of Accounting Research* 41 (2) : 235-272.
- Hwang, L., C. -L. Jan, and S. Basu. 1996. Loss firms and analysts' earnings forecast errors. *Journal of Financial Statement Analysis* 1 (2) : 18-30.
- Kaszniak, R. 1999. On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research* 37 (1) : 57-81.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3) : 375-400.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1) : 163-197.
- Krishnan, G. V., and G. Visvanathan. 2008. Does the SOX definition of an accounting expert matter? The association between audit committee directors' accounting expertise and accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research* 25 (3) : 827-857.
- Krishnan, J., Y. Wen, and W. Zhao. 2011. Legal expertise on corporate audit committees and financial reporting quality. *The Accounting Review* 86 (6) : 2099-2130.
- Lang, M. H., and R. J. Lundholm. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review* 71 (4) : 467-492.
- Nowland, J. 2008. The effect of national governance codes on firm disclosure practices: Evidence from analyst earnings forecasts. *Corporate Governance: An International Review* 16 (6) : 475-491.
- Rogers, W. 1993. Regression standard errors in clustered samples. *Stata Technical Bulletin* 13 : 19-23.
- Vroom, V. H., and B. Pahl. 1971. Relationship between age and risk taking among managers. *Journal of Applied Psychology* 55 (5) : 399-405.
- Xie, B., W. N. Davidson, and P. J. DaDalt. 2003. Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance* 9 (3) : 295-316.

表 1 検証モデルにおける変数の定義

変数名	計算式
《被説明変数》	
ACCY _{t+1}	ACCY_SA _{t+1} , ACCY_OPI _{t+1} , ACCY_ORI _{t+1} , ACCY_NI _{t+1}
ACCY_SA _{t+1}	t+1期の売上高に関するアナリスト予想の正確度
ACCY_OPI _{t+1}	t+1期の営業利益に関するアナリスト予想の正確度
ACCY_ORI _{t+1}	t+1期の経常利益に関するアナリスト予想の正確度
ACCY_NI _{t+1}	t+1期の当期利益に関するアナリスト予想の正確度
DISP _{t+1}	DISP_SA _{t+1} , DISP_OPI _{t+1} , DISP_ORI _{t+1} , DISP_NI _{t+1}
DISP_SA _{t+1}	t+1期の売上高に関するアナリスト間の予想のバラツキ
DISP_OPI _{t+1}	t+1期の営業利益に関するアナリスト間の予想のバラツキ
DISP_ORI _{t+1}	t+1期の経常利益に関するアナリスト間の予想のバラツキ
DISP_NI _{t+1}	t+1期の当期利益に関するアナリスト間の予想のバラツキ
《説明変数》	
【検証変数】	
EXPERT _t	EXPERT_R _t , EXPERT_N _t , EXPERT_D _t
EXPERT_R _t	t期末の「財務及び会計に関する相当程度の知見を有する」とされている監査役人数÷t期末の監査役人数
EXPERT_N _t	t期末の「財務及び会計に関する相当程度の知見を有する」とされている監査役人数
EXPERT_D _t	t期末に「財務及び会計に関する相当程度の知見を有する」とされている監査役が少なくとも1名いれば1, そうでなければ0をとるダミー変数
ACCOUNTING _t	ACCOUNTING_R _t , ACCOUNTING_N _t , ACCOUNTING_D _t
ACCOUNTING_R _t	t期末の会計専門職の資格保有者である監査役人数÷t期末の監査役人数
ACCOUNTING_N _t	t期末の会計専門職の資格保有者である監査役人数
ACCOUNTING_D _t	t期末に会計専門職の資格保有者である監査役が少なくとも1名いれば1, そうでなければ0をとるダミー変数
【コントロール変数】	
BOD_SIZE _t	t期末の取締役人数の自然対数値
BOD_OUT _t	t期末の社外取締役人数÷t期末の取締役人数
BOD_AGE _t	t期末の取締役平均年齢の自然対数値
AUD_SIZE _t	t期末の監査役人数の自然対数値
AUD_OUT _t	t期末の社外監査役人数÷t期末の監査役人数
AUD_AGE _t	t期末の監査役平均年齢の自然対数値
SIZE _t	t期3月末の株式時価総額の自然対数値
NANA _t	NANA_SA _t , NANA_OPI _t , NANA_ORI _t , NANA_NI _t
NANA_SA _t	t期終了後の5月末においてt+1期の売上高に関する予想を出しているアナリスト数
NANA_OPI _t	t期終了後の5月末においてt+1期の営業利益に関する予想を出しているアナリスト数
NANA_ORI _t	t期終了後の5月末においてt+1期の経常利益に関する予想を出しているアナリスト数
NANA_NI _t	t期終了後の5月末においてt+1期の当期利益に関する予想を出しているアナリスト数
SURPRISE _t	SURPRISE_SA _t , SURPRISE_OPI _t , SURPRISE_ORI _t , SURPRISE_NI _t
SURPRISE_SA _t	t期の売上高-t-1期の売上高 ÷t-1期末の総資産
SURPRISE_OPI _t	t期の営業利益-t-1期の営業利益 ÷t-1期末の総資産
SURPRISE_ORI _t	t期の経常利益-t-1期の経常利益 ÷t-1期末の総資産
SURPRISE_NI _t	t期の当期利益-t-1期の当期利益 ÷t-1期末の総資産
VOL _t	VOL_SA _t , VOL_OPI _t , VOL_ORI _t , VOL_NI _t
VOL_SA _t	t-4期からt期までの売上高の標準偏差
VOL_OPI _t	t-4期からt期までの営業利益の標準偏差
VOL_ORI _t	t-4期からt期までの経常利益の標準偏差
VOL_NI _t	t-4期からt期までの当期利益の標準偏差
BADNEWS _t	BADNEWS_SA _t , BADNEWS_OPI _t , BADNEWS_ORI _t , BADNEWS_NI _t
BADNEWS_SA _t	t期の売上高がt-1期より小さければ1, そうでなければ0をとるダミー変数
BADNEWS_OPI _t	t期の営業利益がt-1期より小さければ1, そうでなければ0をとるダミー変数
BADNEWS_ORI _t	t期の経常利益がt-1期より小さければ1, そうでなければ0をとるダミー変数
BADNEWS_NI _t	t期の当期利益がt-1期より小さければ1, そうでなければ0をとるダミー変数
Year	年度ダミー

(注) VOLに用いる各期の売上高, 営業利益, 経常利益, 当期利益は前期末の総資産で除した値を用いる。

表2 サンプル抽出過程

当初サンプル	2014年 1,667 企業	2015年 1,682 企業	全体 3,349 企業・年
差引			
要件1：金融業に属している企業	(87)	(87)	(174)
銀行			
証券	(11)	(12)	(23)
保険	(6)	(7)	(13)
その他金融	(31)	(31)	(62)
要件2：日本基準を採用していない企業	(42)	(64)	(106)
要件3：決算月数が12ヶ月でない企業	(2)	(3)	(5)
要件4：監査役会設置会社以外の企業	(20)	(14)	(34)
要件5：複数のアナリストが予想を出していない企業	(1,050)	(1,074)	(2,124)
要件6：検証に用いる全ての変数が入手できない企業	(40)	(24)	(64)
最終サンプル	378 企業	366 企業	744 企業・年

表3 基本統計量

	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	P25	P50	P75	Max
ACCY_SA	744	-0.088	0.140	-1.030	-0.102	-0.041	-0.016	-0.000
ACCY_OPI	744	-0.023	0.032	-0.241	-0.026	-0.012	-0.005	-0.000
ACCY_ORI	744	-0.026	0.040	-0.305	-0.029	-0.013	-0.004	-0.000
ACCY_NI	744	-0.028	0.065	-0.509	-0.023	-0.010	-0.004	-0.000
DISP_SA	744	0.044	0.060	0.000	0.010	0.024	0.054	0.387
DISP_OPI	744	0.008	0.009	0.000	0.002	0.005	0.009	0.081
DISP_ORI	744	0.008	0.010	0.000	0.003	0.005	0.010	0.081
DISP_NI	744	0.007	0.008	0.000	0.002	0.004	0.008	0.055
EXPERT_R	744	0.326	0.239	0.000	0.200	0.250	0.500	1.000
EXPERT_N	744	1.323	0.967	0.000	1.000	1.000	2.000	4.000
EXPERT_D	744	0.809	0.393	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
ACCOUNTING_R	744	0.128	0.165	0.000	0.000	0.000	0.250	0.667
ACCOUNTING_N	744	0.495	0.603	0.000	0.000	0.000	1.000	2.000
ACCOUNTING_D	744	0.438	0.496	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
BOD_SIZE	744	2.236	0.343	1.099	2.079	2.197	2.485	3.045
BOD_OUT	744	0.155	0.125	0.000	0.071	0.133	0.222	0.600
BOD_AGE	744	4.110	0.056	3.899	4.083	4.118	4.145	4.232
AUD_SIZE	744	1.411	0.182	1.099	1.386	1.386	1.609	1.792
AUD_OUT	744	0.628	0.127	0.500	0.500	0.600	0.667	1.000
AUD_AGE	744	4.164	0.058	3.995	4.129	4.167	4.201	4.314
SIZE	744	12.332	1.179	9.530	11.485	12.301	13.140	15.170
NANA_SA	744	5.351	3.302	2.000	3.000	4.000	7.500	15.000
NANA_OPI	744	5.608	3.517	2.000	3.000	5.000	8.000	16.000
NANA_ORI	744	5.243	3.169	2.000	3.000	4.000	7.000	14.000
NANA_NI	744	5.308	3.261	2.000	3.000	4.000	7.000	15.000
SURPRISE_SA	744	0.093	0.088	0.001	0.030	0.068	0.129	0.467
SURPRISE_OPI	744	0.020	0.022	0.000	0.006	0.013	0.027	0.158
SURPRISE_ORI	744	0.020	0.022	0.000	0.006	0.013	0.027	0.156
SURPRISE_NI	744	0.019	0.023	0.000	0.005	0.010	0.025	0.121
VOL_SA	744	0.086	0.074	0.008	0.037	0.064	0.110	0.449
VOL_OPI	744	0.022	0.018	0.002	0.010	0.016	0.029	0.095
VOL_ORI	744	0.023	0.018	0.002	0.010	0.018	0.030	0.096
VOL_NI	744	0.021	0.019	0.001	0.008	0.015	0.028	0.099
BADNEWS_SA	744	0.149	0.357	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
BADNEWS_OPI	744	0.241	0.428	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
BADNEWS_ORI	744	0.231	0.422	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
BADNEWS_NI	744	0.253	0.435	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

表 4 平均値の差の検定

Panel A. 事業報告開示基準				
	EXPERT_D=0 (Obs.=142)	EXPERT_D=1 (Obs.=602)	平均値の差	t 値
ACCY_SA	-0.099	-0.086	-0.013	-0.980
ACCY_OPI	-0.021	-0.023	0.003	1.053
ACCY_ORI	-0.024	-0.026	0.002	0.681
ACCY_NI	-0.026	-0.028	0.002	0.323
DISP_SA	0.047	0.044	0.004	0.589
DISP_OPI	0.007	0.008	-0.000	-0.567
DISP_ORI	0.008	0.008	-0.000	-0.627
DISP_NI	0.006	0.007	-0.001	-1.022

Panel B. 会計専門職資格保有基準				
	ACCOUNTING_D=0 (Obs.=418)	ACCOUNTING_D=1 (Obs.=326)	平均値の差	t 値
ACCY_SA	-0.095	-0.079	-0.016	-1.568
ACCY_OPI	-0.025	-0.020	-0.005**	-2.329
ACCY_ORI	-0.028	-0.023	-0.005	-1.548
ACCY_NI	-0.031	-0.024	-0.007	-1.409
DISP_SA	0.050	0.037	0.013***	2.844
DISP_OPI	0.009	0.006	0.003***	4.029
DISP_ORI	0.009	0.007	0.003***	4.138
DISP_NI	0.008	0.005	0.002***	3.782

(注) ***は 1%水準, **は 5%水準, *は 10%水準で統計的に有意であることを示す (両側検定)。

表 5 相関係数

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)
(1)ACCY_SA	-	0.51*	0.47*	0.42*	-0.54*	-0.43*	-0.42*	-0.44*	0.02	0.05	0.01	0.07	0.09*	0.09*	0.07*	0.12*	0.00	0.04	0.01
(2)ACCY_OPI	0.58*	-	0.84*	0.63*	-0.39*	-0.48*	-0.49*	-0.47*	-0.00	0.01	0.01	0.06	0.09*	0.09*	0.08*	0.08*	-0.04	0.04	0.01
(3)ACCY_ORI	0.56*	0.90*	-	0.69*	-0.35*	-0.44*	-0.47*	-0.46*	0.01	0.02	0.04	0.05	0.07	0.07	0.03	0.09*	-0.02	-0.01	-0.01
(4)ACCY_NI	0.48*	0.71*	0.78*	-	-0.34*	-0.38*	-0.43*	-0.44*	-0.04	-0.03	-0.00	0.03	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.03	-0.01
(5)DISP_SA	-0.65*	-0.41*	-0.42*	-0.33*	-	0.59*	0.58*	0.59*	0.01	0.03	-0.00	-0.16*	-0.16*	-0.15*	0.09*	-0.13*	0.13*	0.11*	-0.06
(6)DISP_OPI	-0.31*	-0.50*	-0.45*	-0.35*	0.45*	-	0.91*	0.81*	-0.02	-0.01	0.00	-0.12*	-0.15*	-0.14*	-0.06	-0.07*	0.07	0.03	-0.07*
(7)DISP_ORI	-0.34*	-0.51*	-0.49*	-0.39*	0.47*	0.94*	-	0.86*	0.01	0.01	0.01	-0.13*	-0.15*	-0.14*	-0.05	-0.08*	0.08*	0.04	-0.05
(8)DISP_NI	-0.39*	-0.55*	-0.56*	-0.45*	0.47*	0.84*	0.88*	-	0.02	0.02	-0.00	-0.13*	-0.14*	-0.13*	-0.01	-0.07*	0.08*	0.05	-0.09*
(9)EXPERT_R	0.06	-0.03	-0.03	-0.04	-0.04	0.01	0.02	0.02	-	0.95*	0.69*	0.37*	0.34*	0.30*	-0.09*	0.13*	-0.06	-0.24*	0.10*
(10)EXPERT_N	0.06	-0.03	-0.04	-0.04	-0.02	0.04	0.04	0.04	0.95*	-	0.72*	0.29*	0.31*	0.28*	0.02	0.16*	0.03	0.04	0.03
(11)EXPERT_D	0.04	-0.03	-0.02	-0.01	-0.02	0.02	0.02	0.03	0.66*	0.66*	-	0.39*	0.40*	0.40*	0.00	0.08*	-0.00	-0.06	-0.03
(12)ACCOUNTING_R	0.07	0.07	0.06	0.04	-0.12*	-0.13*	-0.13*	-0.13*	0.39*	0.29*	0.36*	-	0.97*	0.95*	-0.21*	0.08*	-0.24*	-0.29*	0.15*
(13)ACCOUNTING_N	0.08*	0.09*	0.06	0.05	-0.12*	-0.14*	-0.15*	-0.14*	0.36*	0.31*	0.38*	0.97*	-	0.98*	-0.16*	0.09*	-0.20*	-0.13*	0.11*
(14)ACCOUNTING_D	0.06	0.08*	0.06	0.05	-0.10*	-0.14*	-0.14*	-0.13*	0.28*	0.24*	0.40*	0.88*	0.93*	-	-0.15*	0.08*	-0.16*	-0.12*	0.09*
(15)BOD_SIZE	0.07	0.05	0.02	0.05	0.04	0.01	0.02	0.04	-0.08*	0.01	-0.02	-0.20*	-0.16*	-0.15*	-	-0.13*	0.17*	0.39*	-0.08*
(16)BOD_OUT	0.06	0.03	0.03	-0.01	-0.08*	-0.06	-0.05	-0.04	0.14*	0.16*	0.07	0.12*	0.13*	0.10*	-0.10*	-	0.25*	0.05	0.03
(17)BOD_AGE	-0.05	-0.05	-0.05	-0.00	0.12*	0.10*	0.10*	0.10*	-0.09*	0.01	0.02	-0.31*	-0.25*	-0.17*	0.23*	0.20*	-	0.35*	-0.21*
(18)AUD_SIZE	0.04	0.01	-0.01	0.02	0.05	0.08*	0.08*	0.09*	-0.19*	0.06	-0.06	-0.30*	-0.16*	-0.13*	0.38*	0.04	0.38*	-	-0.20*
(19)AUD_OUT	0.03	-0.01	0.00	-0.00	-0.06	-0.06	-0.04	-0.08*	0.14*	0.07	-0.01	0.20*	0.16*	0.10*	-0.12*	0.04	-0.34*	-0.27*	-
(20)AUD_AGE	-0.04	-0.04	-0.06	-0.00	0.05	0.05	0.06	0.05	-0.12*	-0.06	-0.04	-0.21*	-0.19*	-0.16*	0.23*	-0.03	0.30*	0.22*	-0.00
(21)SIZE	0.20*	0.17*	0.14*	0.12*	-0.09*	-0.08*	-0.10*	-0.09*	0.02	-0.01	-0.16*	-0.09*	-0.09*	-0.09*	0.41*	0.17*	0.29*	0.46*	-0.12*
(22)NANA_SA	0.08*	0.04	0.01	0.03	0.01	0.02	0.01	0.03	-0.05	0.01	0.00	-0.07*	-0.04	-0.02	0.17*	0.19*	0.14*	0.18*	-0.00
(23)NANA_OPI	0.08*	0.05	0.02	0.05	0.00	0.02	0.02	0.03	-0.06	0.00	-0.01	-0.08*	-0.05	-0.03	0.17*	0.18*	0.14*	0.19*	-0.01
(24)NANA_ORI	0.08*	0.04	0.01	0.03	0.01	0.03	0.02	0.04	-0.06	0.01	-0.00	-0.07*	-0.04	-0.02	0.17*	0.18*	0.14*	0.19*	-0.00
(25)NANA_NI	0.08*	0.04	0.01	0.03	0.01	0.03	0.02	0.03	-0.05	0.01	-0.00	-0.07*	-0.04	-0.02	0.17*	0.19*	0.13*	0.18*	-0.00
(26)SURPRISE_SA	-0.24*	-0.06	-0.07	-0.04	0.22*	0.03	0.02	0.03	-0.05	-0.08*	-0.01	0.02	0.01	0.01	-0.18*	-0.12*	-0.15*	-0.14*	0.01
(27)SURPRISE_OPI	0.03	-0.12*	-0.11*	-0.10*	-0.04	0.10*	0.10*	0.08*	0.05	0.01	0.01	0.07*	0.05	0.01	-0.26*	-0.03	-0.22*	-0.19*	0.07
(28)SURPRISE_ORI	0.04	-0.10*	-0.09*	-0.08*	-0.05	0.09*	0.09*	0.08*	0.04	0.00	0.00	0.08*	0.05	0.02	-0.26*	-0.03	-0.22*	-0.19*	0.07*
(29)SURPRISE_NI	-0.04	-0.21*	-0.19*	-0.25*	0.03	0.18*	0.17*	0.17*	0.06	0.02	0.03	0.08*	0.06	0.03	-0.22*	0.01	-0.19*	-0.17*	0.06
(30)VOL_SA	-0.29*	-0.16*	-0.13*	-0.11*	0.25*	0.05	0.06	0.06	0.03	-0.01	0.00	0.14*	0.12*	0.07	-0.19*	-0.05	-0.30*	-0.22*	0.21*
(31)VOL_OPI	-0.05	-0.15*	-0.11*	-0.10*	-0.00	0.20*	0.19*	0.16*	0.08*	0.02	-0.01	0.12*	0.07*	0.01	-0.27*	-0.04	-0.29*	-0.28*	0.15*
(32)VOL_ORI	-0.04	-0.15*	-0.11*	-0.11*	-0.01	0.20*	0.19*	0.16*	0.07*	0.02	-0.00	0.10*	0.06	0.00	-0.27*	-0.04	-0.29*	-0.28*	0.14*
(33)VOL_NI	-0.08*	-0.20*	-0.18*	-0.23*	0.05	0.21*	0.19*	0.20*	0.11*	0.07*	0.06	0.12*	0.09*	0.04	-0.24*	0.05	-0.20*	-0.23*	0.09*
(34)BADNEWS_SA	-0.10*	-0.12*	-0.09*	-0.08*	0.03	0.04	0.07	0.07	0.07	0.06	0.00	0.04	0.03	0.00	-0.05	0.06	-0.01	-0.03	0.04
(35)BADNEWS_OPI	-0.07	-0.11*	-0.10*	-0.12*	0.04	0.09*	0.10*	0.08*	0.04	0.03	-0.01	0.05	0.03	0.03	-0.03	0.00	-0.04	-0.05	0.01
(36)BADNEWS_ORI	-0.11*	-0.10*	-0.07	-0.10*	0.07	0.09*	0.10*	0.07*	0.02	0.01	0.01	0.10*	0.08*	0.07	-0.05	0.01	-0.06	-0.07*	0.04
(37)BADNEWS_NI	-0.11*	-0.15*	-0.11*	-0.11*	0.07	0.10*	0.12*	0.10*	-0.02	-0.03	0.01	0.04	0.02	0.01	-0.01	0.02	-0.03	-0.02	0.04

表5 相関係数（続き）

	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)	(30)	(31)	(32)	(33)	(34)	(35)	(36)	(37)
(1)ACCY_SA	0.04	0.24*	0.06	0.06	0.05	0.06	-0.22*	-0.00	0.01	-0.01	-0.29*	-0.07	-0.08*	-0.11*	-0.06	-0.07	-0.08*	-0.10*
(2)ACCY_OPI	0.03	0.21*	0.03	0.03	0.03	0.03	-0.09*	-0.11*	-0.09*	-0.11*	-0.19*	-0.16*	-0.17*	-0.17*	-0.08*	-0.08*	-0.07	-0.12*
(3)ACCY_ORI	-0.01	0.16*	-0.00	-0.00	-0.00	-0.01	-0.07	-0.12*	-0.08*	-0.10*	-0.15*	-0.15*	-0.16*	-0.17*	-0.06	-0.05	-0.03	-0.10*
(4)ACCY_NI	0.07*	0.19*	0.05	0.04	0.04	0.04	-0.02	-0.10*	-0.09*	-0.12*	-0.15*	-0.18*	-0.19*	-0.23*	-0.09*	-0.07*	-0.08*	-0.16*
(5)DISP_SA	0.02	-0.03	0.15*	0.15*	0.15*	0.15*	0.21*	0.04	0.01	0.05	0.25*	0.04	0.05	0.10*	0.05	0.00	0.03	0.05
(6)DISP_OPI	0.02	-0.08*	0.14*	0.15*	0.15*	0.14*	0.13*	0.22*	0.20*	0.19*	0.19*	0.25*	0.25*	0.27*	0.04	0.08*	0.08*	0.11*
(7)DISP_ORI	0.01	-0.10*	0.13*	0.13*	0.14*	0.13*	0.09*	0.19*	0.18*	0.18*	0.16*	0.23*	0.24*	0.25*	0.06	0.08*	0.09*	0.13*
(8)DISP_NI	-0.00	-0.07*	0.15*	0.15*	0.16*	0.15*	0.09*	0.15*	0.14*	0.16*	0.15*	0.21*	0.22*	0.26*	0.06	0.06	0.04	0.10*
(9)EXPERT_R	-0.12*	-0.09*	-0.03	-0.05	-0.04	-0.03	-0.04	0.07	0.04	0.07	0.05	0.09*	0.10*	0.14*	0.07	0.05	0.04	-0.02
(10)EXPERT_N	-0.07	0.05	0.03	0.02	0.03	0.03	-0.09*	0.01	-0.01	0.01	-0.02	0.01	0.02	0.06	0.05	0.03	0.01	-0.02
(11)EXPERT_D	-0.04	0.02	0.03	0.02	0.02	0.03	-0.03	0.03	0.01	0.04	-0.00	0.03	0.02	0.05	0.00	-0.01	0.01	0.01
(12)ACCOUNTING_R	-0.18*	-0.15*	-0.07	-0.08*	-0.08*	-0.07	0.02	0.06	0.06	0.10*	0.11*	0.10*	0.08*	0.09*	0.03	0.05	0.10*	0.03
(13)ACCOUNTING_N	-0.15*	-0.08*	-0.04	-0.05	-0.05	-0.04	0.00	0.03	0.03	0.06	0.07	0.05	0.04	0.05	0.01	0.03	0.08*	0.02
(14)ACCOUNTING_D	-0.13*	-0.07*	-0.02	-0.03	-0.03	-0.02	0.00	0.02	0.02	0.06	0.06	0.03	0.01	0.03	0.00	0.03	0.07	0.01
(15)BOD_SIZE	0.23*	0.40*	0.18*	0.18*	0.18*	0.18*	-0.17*	-0.27*	-0.27*	-0.22*	-0.20*	-0.26*	-0.26*	-0.23*	-0.04	-0.03	-0.04	0.00
(16)BOD_OUT	-0.01	0.17*	0.21*	0.20*	0.19*	0.20*	-0.10*	-0.02	-0.01	-0.00	-0.05	-0.03	-0.03	0.03	0.04	-0.01	0.00	0.01
(17)BOD_AGE	0.25*	0.32*	0.18*	0.18*	0.18*	0.18*	-0.17*	-0.17*	-0.16*	-0.15*	-0.28*	-0.27*	-0.26*	-0.21*	0.02	-0.03	-0.05	-0.02
(18)AUD_SIZE	0.22*	0.45*	0.21*	0.22*	0.22*	0.21*	-0.16*	-0.22*	-0.20*	-0.22*	-0.24*	-0.29*	-0.28*	-0.26*	-0.02	-0.05	-0.07	-0.02
(19)AUD_OUT	0.04	-0.13*	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.01	0.05	0.06	0.02	0.11*	0.09*	0.10*	0.08*	0.06	0.01	0.03	0.03
(20)AUD_AGE	-	0.19*	0.16*	0.17*	0.16*	0.16*	-0.06	-0.11*	-0.08*	-0.12*	-0.09*	-0.05	-0.06	-0.10*	-0.00	-0.00	-0.01	-0.03
(21)SIZE	0.20*	-	0.68*	0.69*	0.67*	0.67*	-0.17*	-0.13*	-0.10*	-0.14*	-0.28*	-0.20*	-0.19*	-0.16*	-0.08*	-0.13*	-0.12*	-0.06
(22)NANA_SA	0.15*	0.67*	-	0.99*	0.99*	1.00*	-0.01	0.05	0.06	0.03	0.00	0.08*	0.08*	0.11*	-0.03	-0.10*	-0.07	-0.05
(23)NANA_OPI	0.16*	0.68*	0.99*	-	0.98*	0.99*	0.01	0.05	0.06	0.03	0.00	0.08*	0.07*	0.11*	-0.04	-0.11*	-0.07*	-0.06
(24)NANA_ORI	0.16*	0.67*	0.99*	0.98*	-	0.99*	-0.01	0.04	0.05	0.02	-0.00	0.08*	0.07*	0.10*	-0.03	-0.10*	-0.07	-0.06
(25)NANA_NI	0.16*	0.67*	1.00*	0.99*	0.99*	-	0.00	0.05	0.06	0.02	0.00	0.08*	0.07*	0.10*	-0.03	-0.10*	-0.07	-0.05
(26)SURPRISE_SA	-0.07	-0.18*	-0.04	-0.02	-0.05	-0.04	-	0.45*	0.42*	0.31*	0.49*	0.28*	0.28*	0.21*	-0.26*	-0.28*	-0.24*	-0.18*
(27)SURPRISE_OPI	-0.13*	-0.12*	0.07	0.07	0.06	0.07	0.44*	-	0.92*	0.67*	0.31*	0.59*	0.59*	0.51*	-0.06	-0.18*	-0.16*	-0.15*
(28)SURPRISE_ORI	-0.11*	-0.10*	0.08*	0.08*	0.07*	0.08*	0.42*	0.97*	-	0.69*	0.28*	0.56*	0.58*	0.50*	-0.07	-0.22*	-0.19*	-0.18*
(29)SURPRISE_NI	-0.13*	-0.13*	0.04	0.04	0.04	0.04	0.26*	0.71*	0.72*	-	0.30*	0.51*	0.52*	0.61*	0.02	-0.13*	-0.08*	-0.12*
(30)VOL_SA	-0.10*	-0.27*	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	0.51*	0.27*	0.26*	0.24*	-	0.53*	0.53*	0.47*	0.05	0.01	0.05	0.05
(31)VOL_OPI	-0.07	-0.19*	0.09*	0.09*	0.09*	0.09*	0.29*	0.63*	0.61*	0.48*	0.51*	-	0.97*	0.81*	0.05	-0.00	0.01	0.04
(32)VOL_ORI	-0.07	-0.18*	0.09*	0.08*	0.08*	0.08*	0.28*	0.63*	0.62*	0.50*	0.51*	0.98*	-	0.84*	0.03	-0.03	-0.02	0.01
(33)VOL_NI	-0.10*	-0.15*	0.09*	0.08*	0.08*	0.08*	0.17*	0.51*	0.51*	0.62*	0.43*	0.76*	0.80*	-	0.08*	-0.06	-0.05	-0.02
(34)BADNEWS_SA	0.00	-0.08*	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.18*	-0.02	-0.04	0.07	0.09*	0.07	0.05	0.08*	-	0.39*	0.41*	0.24*
(35)BADNEWS_OPI	-0.00	-0.13*	-0.09*	-0.10*	-0.10*	-0.09*	-0.22*	-0.13*	-0.16*	-0.07	-0.00	-0.01	-0.03	-0.06	0.39*	-	0.85*	0.56*
(36)BADNEWS_ORI	-0.01	-0.12*	-0.06	-0.07	-0.06	-0.06	-0.18*	-0.12*	-0.15*	-0.04	0.04	-0.00	-0.02	-0.05	0.41*	0.85*	-	0.61*
(37)BADNEWS_NI	-0.04	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.15*	-0.12*	-0.15*	-0.08*	0.05	0.03	0.00	-0.02	0.24*	0.56*	0.61*	-

（注）左下三角行列はピアソンの積率相関係数，右上三角行列はスピアマンの順位相関係数である。*は5%水準で統計的に有意であることを示す（両側検定）。

表6 仮説1の検証結果

Panel A. 事業報告開示基準

期待 符号	業績=売上高(SA)			業績=営業利益(OPI)			業績=経常利益(ORI)			業績=当期利益(NI)			
	監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			
	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	
Intercept	1.730***	1.746***	1.772***	0.304**	0.300**	0.300**	0.327**	0.321**	0.317**	0.356	0.352	0.343	
	[2.66]	[2.68]	[2.70]	[2.14]	[2.12]	[2.14]	[2.04]	[2.02]	[1.99]	[1.29]	[1.28]	[1.25]	
EXPERT	+	0.026	0.007	0.012	-0.004	-0.001	-0.003	-0.007	-0.002	-0.003	-0.007	-0.002	-0.000
		[1.37]	[1.34]	[0.91]	[-0.74]	[-0.54]	[-1.24]	[-1.03]	[-0.90]	[-0.80]	[-0.60]	[-0.64]	[-0.06]
BOD_SIZE	+	-0.009	-0.009	-0.009	-0.004	-0.004	-0.004	-0.006	-0.006	-0.006	-0.008	-0.008	-0.008
		[-0.48]	[-0.48]	[-0.47]	[-0.87]	[-0.88]	[-0.89]	[-1.13]	[-1.14]	[-1.16]	[-1.09]	[-1.09]	[-1.12]
BOD_OUT	+	0.038	0.037	0.042	0.008	0.008	0.008	0.007	0.007	0.005	-0.001	-0.001	-0.003
		[0.82]	[0.80]	[0.92]	[0.77]	[0.75]	[0.74]	[0.54]	[0.53]	[0.43]	[-0.04]	[-0.03]	[-0.14]
BOD_AGE	+	-0.389***	-0.389***	-0.393***	-0.076***	-0.076***	-0.075***	-0.068**	-0.068**	-0.068**	-0.070	-0.069	-0.070
		[-2.72]	[-2.72]	[-2.73]	[-2.69]	[-2.69]	[-2.68]	[-2.35]	[-2.34]	[-2.34]	[-1.32]	[-1.31]	[-1.32]
AUD_SIZE	+	-0.024	-0.032	-0.027	-0.019**	-0.018**	-0.019**	-0.026**	-0.024**	-0.025**	-0.029*	-0.027*	-0.028*
		[-0.61]	[-0.88]	[-0.73]	[-2.05]	[-1.98]	[-2.07]	[-2.23]	[-2.15]	[-2.22]	[-1.86]	[-1.81]	[-1.84]
AUD_OUT	+	0.044	0.044	0.049	-0.007	-0.007	-0.008	-0.001	-0.001	-0.002	0.003	0.003	0.001
		[1.20]	[1.22]	[1.37]	[-0.78]	[-0.81]	[-0.88]	[-0.08]	[-0.10]	[-0.21]	[0.17]	[0.16]	[0.08]
AUD_AGE	+	-0.111	-0.112	-0.117	-0.016	-0.015	-0.015	-0.033	-0.032	-0.031	-0.031	-0.031	-0.029
		[-1.17]	[-1.18]	[-1.23]	[-0.77]	[-0.74]	[-0.74]	[-1.40]	[-1.38]	[-1.34]	[-0.78]	[-0.77]	[-0.73]
SIZE	+	0.027***	0.027***	0.027***	0.009***	0.009***	0.009***	0.011***	0.011***	0.011***	0.010***	0.010***	0.010***
		[3.84]	[3.87]	[3.82]	[5.15]	[5.14]	[5.16]	[5.29]	[5.28]	[5.28]	[3.18]	[3.17]	[3.18]
NANA	+	-0.002	-0.002	-0.002	-0.001***	-0.001***	-0.001***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.001	-0.001	-0.001
		[-1.23]	[-1.27]	[-1.27]	[-2.67]	[-2.64]	[-2.64]	[-3.44]	[-3.42]	[-3.41]	[-1.20]	[-1.19]	[-1.16]
SURPRISE	-	-0.231***	-0.231***	-0.234***	-0.133	-0.133	-0.133	-0.138	-0.138	-0.137	-0.566**	-0.566**	-0.564**
		[-2.79]	[-2.79]	[-2.82]	[-1.09]	[-1.10]	[-1.10]	[-0.80]	[-0.80]	[-0.80]	[-2.35]	[-2.35]	[-2.34]
VOL	-	-0.421***	-0.422***	-0.422***	-0.179	-0.179	-0.182	-0.164	-0.163	-0.168	-0.419*	-0.417*	-0.427*
		[-3.92]	[-3.94]	[-3.92]	[-1.51]	[-1.51]	[-1.52]	[-1.23]	[-1.22]	[-1.24]	[-1.79]	[-1.78]	[-1.81]
BADNEWS	-	-0.039**	-0.039**	-0.038*	-0.007*	-0.008*	-0.008*	-0.006	-0.006	-0.006	-0.018***	-0.018***	-0.018***
		[-1.98]	[-1.98]	[-1.92]	[-1.91]	[-1.91]	[-1.91]	[-1.22]	[-1.22]	[-1.22]	[-2.75]	[-2.75]	[-2.75]
Year		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Adj.R ²		0.149	0.149	0.148	0.076	0.075	0.077	0.055	0.055	0.054	0.093	0.093	0.092
Obs.		744	744	744	744	744	744	744	744	744	744	744	

表6 仮説1の検証結果(続き)

Panel B. 会計専門職資格保有基準

期待 符号	業績=売上高(SA)			業績=営業利益(OPI)			業績=経常利益(ORI)			業績=当期利益(NI)			
	監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			
	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	
Intercept	1.573**	1.575**	1.671**	0.249*	0.240*	0.252*	0.273	0.267	0.280*	0.251	0.251	0.282	
	[2.36]	[2.37]	[2.54]	[1.74]	[1.69]	[1.78]	[1.62]	[1.61]	[1.70]	[0.86]	[0.88]	[1.00]	
ACCOUNTING	+	0.055*	0.015*	0.013	0.012	0.004*	0.005*	0.010	0.003	0.004	0.023	0.007	0.007
		[1.65]	[1.74]	[1.10]	[1.47]	[1.87]	[1.74]	[1.01]	[1.21]	[1.04]	[1.37]	[1.50]	[1.28]
BOD_SIZE	+	-0.007	-0.007	-0.007	-0.004	-0.003	-0.003	-0.006	-0.006	-0.006	-0.008	-0.008	-0.008
		[-0.40]	[-0.37]	[-0.39]	[-0.83]	[-0.79]	[-0.77]	[-1.13]	[-1.11]	[-1.10]	[-1.06]	[-1.04]	[-1.05]
BOD_OUT	+	0.034	0.033	0.039	0.005	0.004	0.005	0.003	0.002	0.003	-0.008	-0.008	-0.006
		[0.73]	[0.71]	[0.85]	[0.42]	[0.36]	[0.46]	[0.21]	[0.17]	[0.25]	[-0.37]	[-0.38]	[-0.29]
BOD_AGE	+	-0.358**	-0.357**	-0.375***	-0.068**	-0.067**	-0.070**	-0.062**	-0.061**	-0.064**	-0.055	-0.055	-0.062
		[-2.48]	[-2.48]	[-2.62]	[-2.38]	[-2.33]	[-2.46]	[-2.00]	[-1.98]	[-2.11]	[-0.99]	[-1.00]	[-1.13]
AUD_SIZE	+	-0.020	-0.028	-0.028	-0.016*	-0.018**	-0.018*	-0.023**	-0.024**	-0.024**	-0.024	-0.027*	-0.027*
		[-0.53]	[-0.74]	[-0.75]	[-1.80]	[-1.97]	[-1.97]	[-2.07]	[-2.16]	[-2.16]	[-1.62]	[-1.80]	[-1.81]
AUD_OUT	+	0.043	0.044	0.047	-0.009	-0.009	-0.008	-0.003	-0.003	-0.003	-0.001	-0.001	0.000
		[1.18]	[1.19]	[1.28]	[-0.97]	[-0.98]	[-0.92]	[-0.29]	[-0.30]	[-0.24]	[-0.07]	[-0.05]	[0.02]
AUD_AGE	+	-0.105	-0.103	-0.110	-0.011	-0.010	-0.011	-0.027	-0.027	-0.027	-0.022	-0.021	-0.023
		[-1.10]	[-1.09]	[-1.15]	[-0.54]	[-0.49]	[-0.53]	[-1.17]	[-1.15]	[-1.18]	[-0.56]	[-0.54]	[-0.58]
SIZE	+	0.027***	0.027***	0.027***	0.008***	0.008***	0.009***	0.011***	0.011***	0.011***	0.010***	0.010***	0.010***
		[3.84]	[3.85]	[3.85]	[5.15]	[5.17]	[5.24]	[5.29]	[5.29]	[5.32]	[3.17]	[3.17]	[3.20]
NANA	+	-0.002	-0.002	-0.002	-0.001**	-0.001**	-0.001***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.001	-0.001	-0.001
		[-1.22]	[-1.24]	[-1.30]	[-2.56]	[-2.58]	[-2.72]	[-3.39]	[-3.40]	[-3.50]	[-1.10]	[-1.12]	[-1.22]
SURPRISE	-	-0.229***	-0.231***	-0.233***	-0.132	-0.131	-0.131	-0.138	-0.138	-0.138	-0.560**	-0.562**	-0.561**
		[-2.74]	[-2.77]	[-2.80]	[-1.08]	[-1.08]	[-1.08]	[-0.80]	[-0.80]	[-0.80]	[-2.33]	[-2.34]	[-2.34]
VOL	-	-0.428***	-0.428***	-0.422***	-0.182	-0.181	-0.173	-0.165	-0.163	-0.158	-0.432*	-0.430*	-0.423*
		[-4.04]	[-4.05]	[-3.94]	[-1.52]	[-1.52]	[-1.45]	[-1.22]	[-1.21]	[-1.17]	[-1.82]	[-1.82]	[-1.80]
BADNEWS	-	-0.038*	-0.038*	-0.037*	-0.008*	-0.008*	-0.008*	-0.007	-0.007	-0.007	-0.018***	-0.018***	-0.018***
		[-1.93]	[-1.92]	[-1.90]	[-1.93]	[-1.92]	[-1.92]	[-1.26]	[-1.27]	[-1.26]	[-2.75]	[-2.74]	[-2.72]
Year		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Adj.R ²		0.151	0.151	0.149	0.078	0.080	0.080	0.055	0.056	0.056	0.095	0.095	0.095
Obs.		744	744	744	744	744	744	744	744	744	744	744	

(注1) 上段は係数の推定値, 下段の[]内には企業についてクラスター補正を加えた標準誤差に基づくt値が記載されている(Rogers 1993)。

(注2) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準で統計的に有意であることを示す(両側検定)。

表7 仮説2の検証結果

Panel A. 事業報告開示基準

期待 符号	業績=売上高(SA)			業績=営業利益(OPI)			業績=経常利益(ORI)			業績=当期利益(NI)		
	監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性		
	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)
Intercept	-0.811***	-0.811***	-0.809***	-0.107***	-0.106***	-0.105***	-0.118***	-0.117***	-0.116***	-0.077**	-0.076**	-0.075**
	[-3.14]	[-3.14]	[-3.12]	[-2.61]	[-2.61]	[-2.61]	[-2.83]	[-2.83]	[-2.82]	[-2.51]	[-2.51]	[-2.50]
EXPERT	-	-0.000	-0.000	-0.003	0.001	0.000	0.001	0.002	0.000	0.001	0.001	0.000
		[-0.03]	[-0.05]	[-0.41]	[0.81]	[0.74]	[0.89]	[1.01]	[0.91]	[0.88]	[0.99]	[0.90]
BOD_SIZE	-	0.015**	0.015**	0.015**	0.001	0.001	0.001	0.002	0.002	0.002	0.002**	0.002**
		[2.02]	[2.03]	[2.03]	[1.15]	[1.15]	[1.17]	[1.59]	[1.60]	[1.62]	[2.08]	[2.08]
BOD_OUT	-	-0.034**	-0.034**	-0.034**	-0.005*	-0.005*	-0.005*	-0.004	-0.004	-0.004	-0.004	-0.004
		[-1.99]	[-1.98]	[-2.01]	[-1.91]	[-1.90]	[-1.88]	[-1.53]	[-1.52]	[-1.44]	[-1.45]	[-1.44]
BOD_AGE	-	0.213***	0.213***	0.214***	0.027***	0.027***	0.027***	0.030***	0.030***	0.030***	0.017***	0.017***
		[4.28]	[4.28]	[4.27]	[3.80]	[3.79]	[3.77]	[4.14]	[4.14]	[4.11]	[3.06]	[3.06]
AUD_SIZE	-	0.022	0.022	0.022	0.008***	0.008**	0.008**	0.009***	0.009***	0.009***	0.007***	0.007***
		[1.23]	[1.29]	[1.24]	[2.62]	[2.51]	[2.58]	[2.87]	[2.75]	[2.82]	[2.94]	[2.78]
AUD_OUT	-	-0.019	-0.019	-0.019	-0.002	-0.002	-0.001	-0.001	-0.000	-0.000	-0.003	-0.003
		[-1.20]	[-1.20]	[-1.21]	[-0.74]	[-0.71]	[-0.59]	[-0.21]	[-0.19]	[-0.07]	[-1.40]	[-1.37]
AUD_AGE	-	0.005	0.005	0.004	0.002	0.001	0.001	0.002	0.002	0.002	0.004	0.004
		[0.11]	[0.11]	[0.10]	[0.27]	[0.25]	[0.21]	[0.35]	[0.33]	[0.27]	[0.90]	[0.89]
SIZE	-	-0.010***	-0.010***	-0.010***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***
		[-2.93]	[-2.93]	[-2.93]	[-4.01]	[-3.99]	[-4.01]	[-4.73]	[-4.70]	[-4.72]	[-5.00]	[-4.99]
NANA	-	0.002**	0.002**	0.002**	0.000**	0.000**	0.000**	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***
		[2.09]	[2.10]	[2.09]	[2.21]	[2.16]	[2.14]	[2.86]	[2.82]	[2.78]	[3.51]	[3.46]
SURPRISE	+	0.085*	0.084*	0.084*	-0.006	-0.006	-0.007	0.001	0.001	0.000	0.032*	0.032*
		[1.94]	[1.94]	[1.93]	[-0.31]	[-0.30]	[-0.31]	[0.03]	[0.03]	[0.02]	[1.67]	[1.67]
VOL	+	0.188***	0.188***	0.188***	0.134***	0.134***	0.135***	0.130***	0.130***	0.131***	0.079***	0.079***
		[3.82]	[3.82]	[3.84]	[3.30]	[3.30]	[3.26]	[3.25]	[3.25]	[3.20]	[3.37]	[3.36]
BADNEWS	+	0.005	0.005	0.005	0.002**	0.002**	0.002**	0.003***	0.003***	0.003***	0.002***	0.002***
		[1.01]	[1.01]	[0.99]	[2.41]	[2.41]	[2.40]	[2.97]	[2.97]	[2.95]	[3.05]	[3.04]
Year		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²		0.127	0.127	0.127	0.112	0.112	0.112	0.120	0.120	0.119	0.124	0.124
Obs.		744	744	744	744	744	744	744	744	744	744	744

表7 仮説2の検証結果(続き)

Panel B. 会計専門職資格保有基準

期待 符号	業績=売上高(SA)			業績=営業利益(OPI)			業績=経常利益(ORI)			業績=当期利益(NI)			
	監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			
	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	
Intercept	-0.709**	-0.701**	-0.734***	-0.087**	-0.083**	-0.087**	-0.094**	-0.090**	-0.095**	-0.059*	-0.055*	-0.060**	
	[-2.54]	[-2.54]	[-2.68]	[-2.15]	[-2.06]	[-2.17]	[-2.31]	[-2.22]	[-2.36]	[-1.94]	[-1.83]	[-2.00]	
ACCOUNTING	-	-0.027*	-0.008**	-0.009	-0.004**	-0.002***	-0.002***	-0.005**	-0.002***	-0.002***	-0.004**	-0.001***	-0.002***
		[-1.72]	[-1.97]	[-1.60]	[-2.22]	[-2.85]	[-2.83]	[-2.58]	[-3.30]	[-3.09]	[-2.29]	[-2.92]	[-2.66]
BOD_SIZE	-	0.014**	0.014*	0.014*	0.001	0.001	0.001	0.002	0.002	0.002	0.002**	0.002**	0.002**
		[1.98]	[1.93]	[1.93]	[1.10]	[1.04]	[1.00]	[1.55]	[1.49]	[1.45]	[2.05]	[2.00]	[1.98]
BOD_OUT	-	-0.029*	-0.028	-0.030*	-0.003	-0.003	-0.004	-0.003	-0.002	-0.003	-0.002	-0.002	-0.003
		[-1.68]	[-1.62]	[-1.77]	[-1.41]	[-1.29]	[-1.45]	[-0.95]	[-0.85]	[-1.02]	[-0.96]	[-0.87]	[-1.01]
BOD_AGE	-	0.198***	0.196***	0.203***	0.025***	0.024***	0.025***	0.027***	0.026***	0.027***	0.015**	0.014**	0.015***
		[3.73]	[3.75]	[3.94]	[3.36]	[3.29]	[3.44]	[3.63]	[3.56]	[3.75]	[2.54]	[2.44]	[2.67]
AUD_SIZE	-	0.018	0.021	0.021	0.007**	0.008**	0.008**	0.008**	0.009***	0.009***	0.006***	0.007***	0.007***
		[1.01]	[1.22]	[1.24]	[2.35]	[2.55]	[2.54]	[2.55]	[2.80]	[2.80]	[2.64]	[2.84]	[2.85]
AUD_OUT	-	-0.017	-0.017	-0.018	-0.001	-0.001	-0.001	0.000	0.000	0.000	-0.002	-0.002	-0.003
		[-1.06]	[-1.07]	[-1.15]	[-0.42]	[-0.40]	[-0.50]	[0.11]	[0.13]	[0.02]	[-1.07]	[-1.06]	[-1.17]
AUD_AGE	-	-0.003	-0.004	-0.002	-0.000	-0.001	-0.000	0.000	-0.000	-0.000	0.003	0.003	0.003
		[-0.06]	[-0.10]	[-0.06]	[-0.03]	[-0.11]	[-0.07]	[0.01]	[-0.07]	[-0.02]	[0.60]	[0.52]	[0.56]
SIZE	-	-0.010***	-0.010***	-0.010***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.002***
		[-2.92]	[-2.92]	[-2.96]	[-3.94]	[-3.94]	[-4.06]	[-4.74]	[-4.75]	[-4.83]	[-5.00]	[-5.01]	[-5.06]
NANA	-	0.002**	0.002**	0.002**	0.000**	0.000**	0.000**	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***
		[2.05]	[2.07]	[2.14]	[2.04]	[2.06]	[2.24]	[2.73]	[2.77]	[2.96]	[3.36]	[3.39]	[3.54]
SURPRISE	+	0.082*	0.082*	0.083*	-0.007	-0.007	-0.007	0.001	0.001	0.001	0.031	0.031*	0.031*
		[1.85]	[1.86]	[1.89]	[-0.34]	[-0.35]	[-0.35]	[0.04]	[0.05]	[0.03]	[1.65]	[1.66]	[1.65]
VOL	+	0.191***	0.191***	0.188***	0.135***	0.135***	0.131***	0.129***	0.129***	0.126***	0.081***	0.081***	0.080***
		[3.99]	[4.02]	[3.92]	[3.29]	[3.30]	[3.23]	[3.20]	[3.21]	[3.14]	[3.48]	[3.51]	[3.46]
BADNEWS	+	0.005	0.005	0.005	0.002**	0.002**	0.002**	0.003***	0.003***	0.003***	0.002***	0.002***	0.002***
		[0.98]	[0.97]	[0.93]	[2.44]	[2.43]	[2.42]	[3.08]	[3.10]	[3.07]	[3.05]	[3.02]	[3.00]
Year		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²		0.131	0.133	0.132	0.116	0.120	0.120	0.125	0.130	0.130	0.128	0.132	0.132
Obs.		744	744	744	744	744	744	744	744	744	744	744	744

(注1) 上段は係数の推定値, 下段の[]内には企業についてクラスター補正を加えた標準誤差に基づくt値が記載されている(Rogers 1993)。

(注2) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準で統計的に有意であることを示す(両側検定)。

表 8 仮説 1 に関する追加検証 1 の結果

Panel A. 事業報告開示基準

	期待 符号	業績=売上高(SA)			業績=営業利益(OPI)			業績=経常利益(ORI)			業績=当期利益(NI)		
		監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性		
		割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)
Intercept		1.437***	1.456***	1.493***	0.232*	0.229*	0.229*	0.267**	0.264**	0.263**	0.320	0.317	0.313
		[2.82]	[2.86]	[2.91]	[1.91]	[1.89]	[1.91]	[2.00]	[1.99]	[1.99]	[1.29]	[1.29]	[1.27]
EXPERT	+	0.034**	0.009**	0.010	-0.002	-0.000	-0.001	-0.003	-0.000	-0.001	-0.004	-0.001	-0.000
		[2.22]	[2.30]	[0.93]	[-0.45]	[-0.19]	[-0.59]	[-0.48]	[-0.32]	[-0.23]	[-0.42]	[-0.50]	[-0.06]
FRQ	+	0.258	0.259	0.252	0.128**	0.128**	0.128**	0.159**	0.159**	0.159**	0.152	0.152	0.153
		[0.99]	[0.99]	[0.96]	[2.06]	[2.06]	[2.05]	[2.14]	[2.14]	[2.14]	[1.45]	[1.45]	[1.45]
Controls		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²		0.152	0.152	0.148	0.089	0.089	0.089	0.076	0.076	0.076	0.095	0.095	0.095
Obs.		700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700

Panel B. 会計専門職資格保有基準

	期待 符号	業績=売上高(SA)			業績=営業利益(OPI)			業績=経常利益(ORI)			業績=当期利益(NI)		
		監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性		
		割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)
Intercept		1.309**	1.302**	1.382***	0.192	0.187	0.192	0.245*	0.240*	0.242*	0.240	0.241	0.261
		[2.50]	[2.49]	[2.67]	[1.63]	[1.58]	[1.62]	[1.81]	[1.79]	[1.81]	[0.91]	[0.94]	[1.02]
ACCOUNTING	+	0.049*	0.015**	0.014	0.009	0.003*	0.004*	0.004	0.002	0.002	0.018	0.005	0.006
		[1.86]	[2.09]	[1.49]	[1.29]	[1.66]	[1.84]	[0.55]	[0.78]	[0.86]	[1.25]	[1.44]	[1.40]
FRQ	+	0.232	0.232	0.243	0.125**	0.125**	0.128**	0.157**	0.157**	0.159**	0.146	0.146	0.151
		[0.88]	[0.89]	[0.93]	[2.02]	[2.02]	[2.06]	[2.13]	[2.13]	[2.14]	[1.40]	[1.40]	[1.44]
Controls		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²		0.151	0.152	0.150	0.092	0.093	0.094	0.077	0.077	0.077	0.098	0.098	0.098
Obs.		700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700

(注 1) 上段は係数の推定値、下段の[]内には企業についてクラスター補正を加えた標準誤差に基づく t 値が記載されている (Rogers 1993)。

(注 2) ***は 1%水準、**は 5%水準、*は 10%水準で統計的に有意であることを示す (両側検定)。

表9 仮説2に関する追加検証1の結果

Panel A. 事業報告開示基準

期待 符号	業績=売上高(SA)			業績=営業利益(OPI)			業績=経常利益(ORI)			業績=当期利益(NI)			
	監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			
	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	
Intercept	-0.771***	-0.774***	-0.778***	-0.066**	-0.065**	-0.065**	-0.076***	-0.075***	-0.075***	-0.052**	-0.052**	-0.052**	
	[-3.27]	[-3.28]	[-3.28]	[-2.40]	[-2.41]	[-2.42]	[-2.60]	[-2.62]	[-2.62]	[-2.28]	[-2.29]	[-2.29]	
EXPERT	-	-0.004	-0.001	-0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.000	0.000	0.000	
		[-0.59]	[-0.63]	[-0.17]	[0.32]	[0.36]	[0.39]	[0.34]	[0.33]	[-0.09]	[0.42]	[0.49]	[0.19]
FRQ	-	-0.045	-0.045	-0.044	-0.038***	-0.038***	-0.038***	-0.041***	-0.041***	-0.041***	-0.018	-0.018	-0.018
		[-0.45]	[-0.45]	[-0.45]	[-2.77]	[-2.77]	[-2.76]	[-2.70]	[-2.70]	[-2.69]	[-1.46]	[-1.46]	[-1.45]
Controls		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Year		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Adj.R ²		0.142	0.142	0.141	0.159	0.159	0.159	0.157	0.157	0.157	0.140	0.140	0.140
Obs.		700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	

Panel B. 会計専門職資格保有基準

期待 符号	業績=売上高(SA)			業績=営業利益(OPI)			業績=経常利益(ORI)			業績=当期利益(NI)			
	監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			
	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	
Intercept	-0.682***	-0.677***	-0.705***	-0.054**	-0.053**	-0.055**	-0.062**	-0.061**	-0.063**	-0.043*	-0.041*	-0.044*	
	[-2.66]	[-2.67]	[-2.80]	[-1.98]	[-1.98]	[-2.03]	[-2.17]	[-2.14]	[-2.23]	[-1.83]	[-1.79]	[-1.91]	
ACCOUNTING	-	-0.025*	-0.007**	-0.008*	-0.003*	-0.001**	-0.001**	-0.003*	-0.001**	-0.001**	-0.002	-0.001**	-0.001*
		[-1.77]	[-2.06]	[-1.79]	[-1.71]	[-2.00]	[-2.14]	[-1.96]	[-2.39]	[-2.35]	[-1.59]	[-2.00]	[-1.80]
FRQ	-	-0.035	-0.036	-0.040	-0.037***	-0.037***	-0.038***	-0.040***	-0.040***	-0.041***	-0.017	-0.017	-0.018
		[-0.36]	[-0.36]	[-0.41]	[-2.70]	[-2.70]	[-2.74]	[-2.60]	[-2.60]	[-2.67]	[-1.38]	[-1.37]	[-1.43]
Controls		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Year		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Adj.R ²		0.147	0.148	0.148	0.163	0.164	0.165	0.162	0.164	0.165	0.143	0.145	0.145
Obs.		700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	

(注1) 上段は係数の推定値，下段の[]内には企業についてクラスター補正を加えた標準誤差に基づく t 値が記載されている (Rogers 1993)。

(注2) ***は 1%水準，**は 5%水準，*は 10%水準で統計的に有意であることを示す (両側検定)。

図1 アナリスト予想の特性の時系列変化—事業報告開示基準

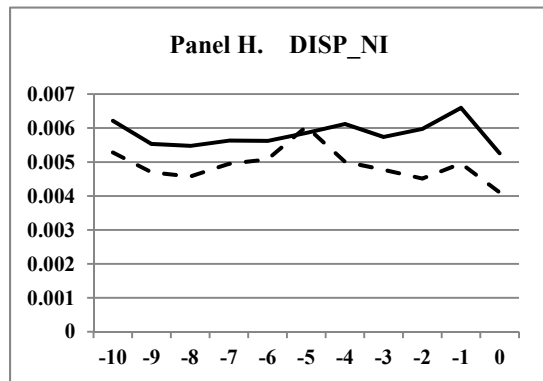
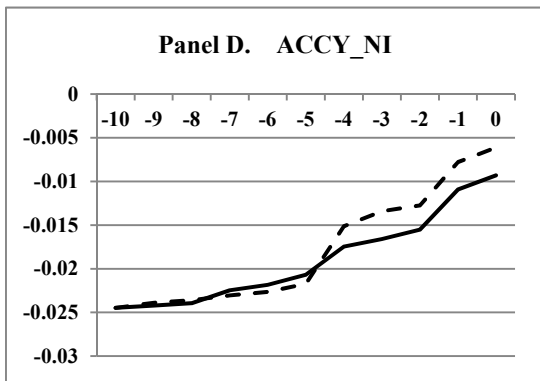
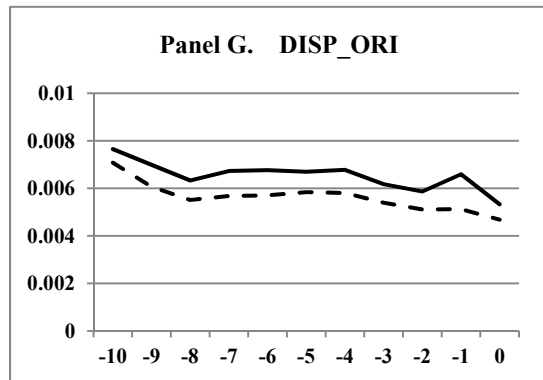
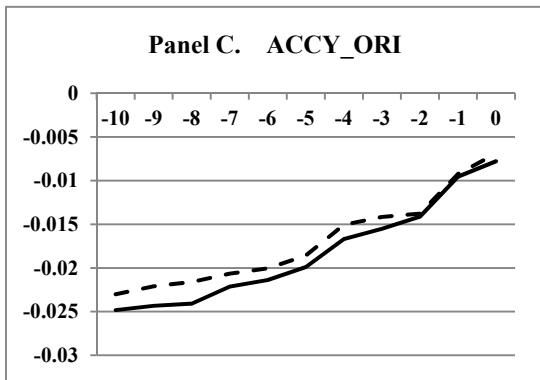
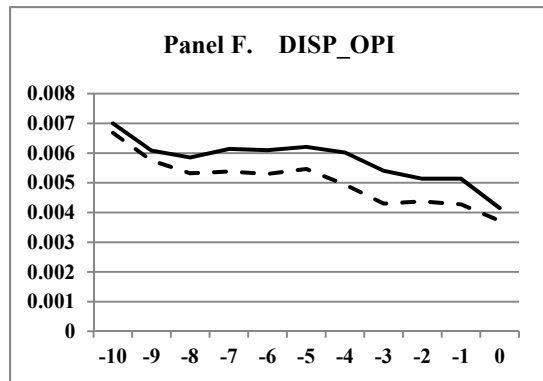
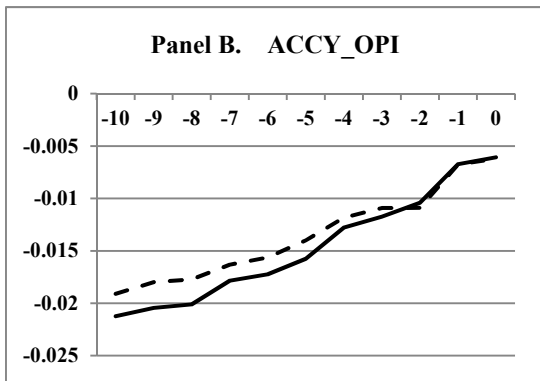
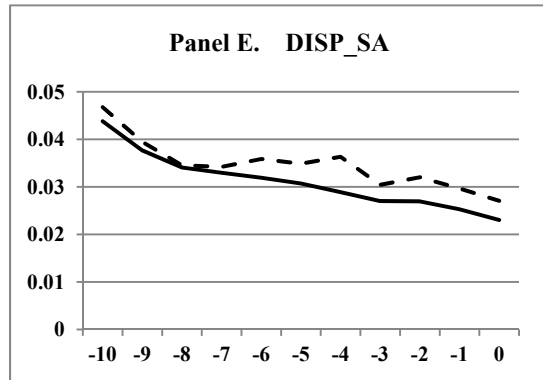
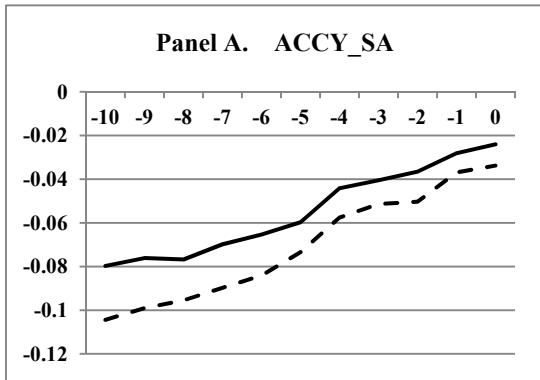


図2 アナリスト予想の特性の時系列変化—会計専門職資格保有基準

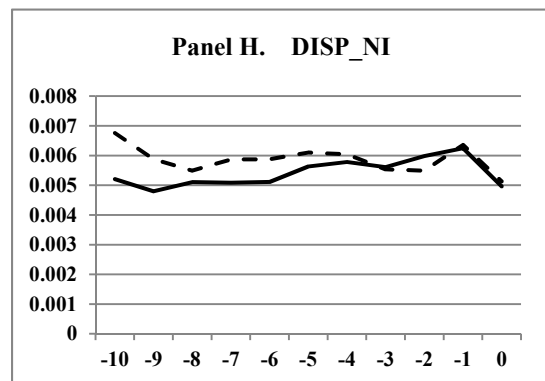
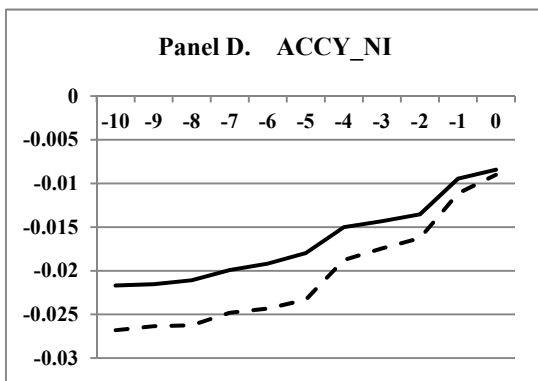
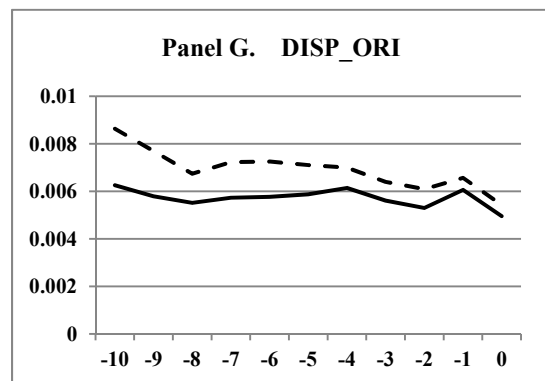
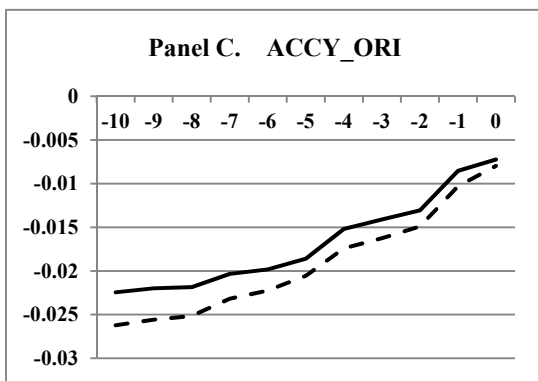
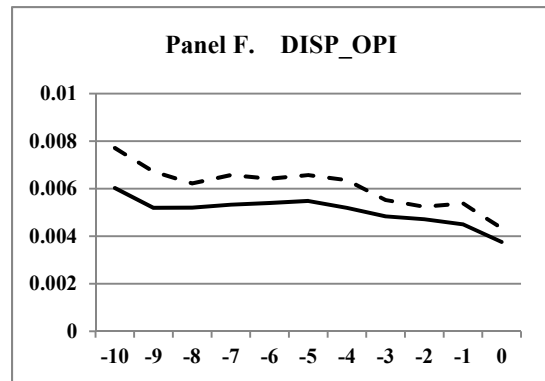
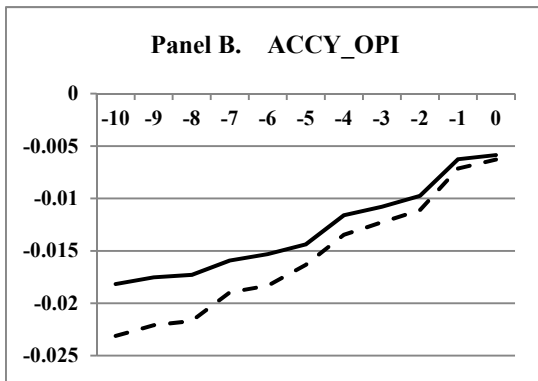
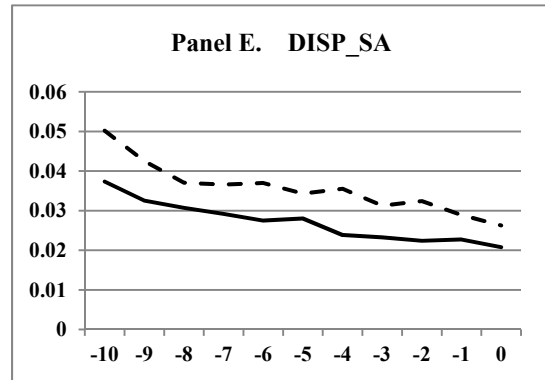
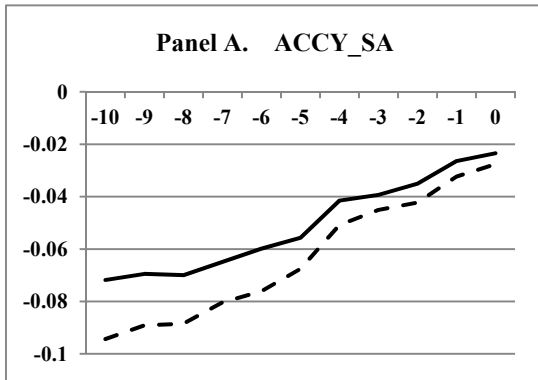


表 10 追加検証3の結果

Panel A. 事業報告開示基準-アナリスト予想が楽観的であるサンプル

期待 符号	業績=売上高(SA)			業績=営業利益(OPI)			業績=経常利益(ORI)			業績=当期利益(NI)		
	監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性		
	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)
Intercept	1.709*	1.723*	1.760*	0.323	0.320	0.311	0.262	0.252	0.239	0.416	0.413	0.414
	[1.89]	[1.91]	[1.94]	[1.36]	[1.34]	[1.31]	[0.87]	[0.84]	[0.80]	[0.79]	[0.78]	[0.79]
EXPERT +	0.017	0.004	-0.001	-0.006	-0.001	-0.005	-0.013	-0.003	-0.004	-0.004	-0.001	0.002
	[0.71]	[0.62]	[-0.06]	[-0.74]	[-0.63]	[-1.24]	[-1.14]	[-1.11]	[-0.69]	[-0.18]	[-0.25]	[0.17]
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²	0.143	0.143	0.142	0.089	0.089	0.090	0.029	0.030	0.026	0.095	0.095	0.095
Obs.	404	404	404	400	400	400	365	365	365	358	358	358

Panel B. 事業報告開示基準-アナリスト予想が悲観的であるサンプル

期待 符号	業績=売上高(SA)			業績=営業利益(OPI)			業績=経常利益(ORI)			業績=当期利益(NI)		
	監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性		
	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)
Intercept	1.829**	1.848**	1.844**	0.215*	0.211*	0.229*	0.375***	0.374***	0.384***	0.218**	0.216**	0.218**
	[2.06]	[2.08]	[2.07]	[1.68]	[1.66]	[1.83]	[3.06]	[3.06]	[3.15]	[2.18]	[2.16]	[2.18]
EXPERT +	0.040	0.011	0.026	0.002	0.001	-0.001	0.003	0.001	-0.000	-0.001	-0.000	-0.001
	[1.40]	[1.55]	[1.44]	[0.44]	[0.71]	[-0.31]	[0.54]	[0.73]	[-0.15]	[-0.32]	[-0.14]	[-0.58]
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²	0.148	0.149	0.150	0.080	0.080	0.079	0.141	0.142	0.141	0.110	0.110	0.111
Obs.	340	340	340	344	344	344	379	379	379	386	386	386

表 10 追加検証 3 の結果 (続き)

Panel C. 会計専門職資格保有基準-アナリスト予想が楽観的であるサンプル

	期待 符号	業績=売上高(SA)			業績=営業利益(OPI)			業績=経常利益(ORI)			業績=当期利益(NI)		
		監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性		
		割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)
Intercept		1.529	1.544	1.645*	0.243	0.235	0.264	0.131	0.128	0.170	0.214	0.211	0.277
		[1.62]	[1.64]	[1.77]	[0.97]	[0.94]	[1.08]	[0.41]	[0.41]	[0.55]	[0.37]	[0.37]	[0.50]
ACCOUNTING	+	0.057	0.015	0.012	0.022*	0.007**	0.009**	0.030*	0.009*	0.010	0.050	0.015	0.016
		[1.21]	[1.13]	[0.68]	[1.78]	[2.07]	[1.98]	[1.76]	[1.83]	[1.62]	[1.51]	[1.63]	[1.52]
Controls		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²		0.146	0.146	0.144	0.096	0.100	0.100	0.034	0.036	0.035	0.102	0.104	0.102
Obs.		404	404	404	400	400	400	365	365	365	358	358	358

Panel D. 会計専門職資格保有基準-アナリスト予想が悲観的であるサンプル

	期待 符号	業績=売上高(SA)			業績=営業利益(OPI)			業績=経常利益(ORI)			業績=当期利益(NI)		
		監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性			監査役会の会計・財務の専門性		
		割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)	割合(R)	人数(N)	ダミー(D)
Intercept		1.676*	1.669*	1.747**	0.238*	0.225*	0.235*	0.424***	0.407***	0.410***	0.223**	0.219**	0.231**
		[1.96]	[1.94]	[2.01]	[1.82]	[1.76]	[1.85]	[3.35]	[3.25]	[3.29]	[2.20]	[2.15]	[2.27]
ACCOUNTING	+	0.054	0.016	0.014	-0.003	-0.000	-0.001	-0.011	-0.002	-0.003	-0.002	-0.000	-0.002
		[1.20]	[1.46]	[1.05]	[-0.44]	[-0.04]	[-0.36]	[-1.25]	[-0.78]	[-0.89]	[-0.25]	[-0.13]	[-0.49]
Controls		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²		0.147	0.149	0.146	0.080	0.079	0.079	0.144	0.142	0.143	0.110	0.110	0.111
Obs.		340	340	340	344	344	344	379	379	379	386	386	386

(注 1) 上段は係数の推定値, 下段の[]内には企業についてクラスター補正を加えた標準誤差に基づく t 値が記載されている (Rogers 1993)。

(注 2) ***は 1%水準, **は 5%水準, *は 10%水準で統計的に有意であることを示す (両側検定)。

[2017.5.30 1240]