



GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS ADMINISTRATION

KOBE UNIVERSITY

ROKKO KOBE JAPAN

201714a

同産業他社の利益予想の積極性が、
経営者利益予想の設定に与える影響

早川 翔

Current Management Issues



1. はじめに.....	1
2. 日本における経営者利益予想と先行研究	3
2.1 日本における経営者利益予想.....	3
2.1.1 制度的開示.....	3
2.1.2 経営者の目標としての経営者利益予想.....	3
2.2 先行研究	4
3. 仮説設定	8
4.リサーチデザイン	10
4.1 分析モデル.....	10
4.2 サンプルと記述統計量.....	13
5. 分析結果	18
5.1 推定結果	18
5.2 追加分析	19
6. 結論.....	21
参考文献.....	27

1. はじめに

経営者はしばしば、市場に対して利益予想の開示を行う。経営者が開示する利益予想は経営者利益予想 (management forecast) と呼ばれ、財務会計研究における主要な研究トピックの1つである。経営者利益予想研究の主要な関心は、利益予想と実現利益の乖離の程度を表す予想誤差 (Management Forecast Error; MFE) に向けられている。多くの経営者利益予想研究は、「株価水準の維持や資金調達を有利に進めるといった目的から、経営者が市場に対して意図的にバイアスのかかった利益予想を開示する」という期待調整仮説 (expectations adjustment theory) の観点から予想誤差を分析している (Ajinkya and Gift 1984; 清水 2007; 円谷 2011)。しかしながら、Gong *et al.* (2011b)によれば、予想誤差は期待調整仮説の観点のみでは説明できず、経営者の利益予想の設定における情報処理プロセスが予想誤差に影響を与えている。また、日本企業における経営者利益予想は、経営者の目標としての側面を持つことが明らかにされている。これらの結果は、経営者の利益予想の設定プロセスを目標設定の立場から解明する必要性を喚起する。

このような研究の1つに、経営者利益予想定におけるラチェッティング¹ (target ratcheting) の存在を示した安酸 (2016)がある。ラチェッティングとは、 $t+1$ 期の目標設定において t 期の予実差を情報として利用する目標設定方法である²(Indjejikian and Nanda 2002; Leone and Rock 2002; Indjejikian and Matějka 2006; Bouwens and Kroos 2011)。安酸 (2016)の結果は、経営者が $t+1$ 期の利益予想の設定において、 t 期の予想誤差を情報として利用していることを示している。

ここで、経営者は t 期の予想誤差以外の追加的な情報を利用して、 $t+1$ 期の利益予想を設定している可能性がある。このような情報の一つに、同産業他社が開示する利益予想がある。経営者が同産業他社の利益予想を情報として利用する可能性は、2つの理由から考えられる。第1に、ある主体が将来を予測する上で、他者の予想を情報として利用することが知られている (Doyle and Snyder

¹ Target ratcheting と同義であるにもかかわらず、異なる語句が用いられることもある。例えば、Holthausen *et al.* (1995)では“ratcheting target”という語句が用いられている。また、Leone and Rock (2002)では“budget ratcheting”という語句が用いられている。一方で、単に“ratcheting”と呼ぶ研究も存在する(例えば、Aranda *et al.* 2014; Bol and Lill 2015)。本研究では語句を統一し、全てラチェッティングと呼ぶこととする。

² 多くのラチェッティングは契約理論に依拠しており、プリンシパルがエージェントの目標設定を行うという状況について分析している。しかしながら、エージェントが自身の目標設定を行うという状況も考えられる。本研究では、目標設定者と目標遂行者との関係の如何を問わず、 $t+1$ 期の目標設定において t 期の予実差を情報として利用する目標設定方法をラチェッティングと定義する。

1999)。第2に、経営者が資本市場の反応を考慮した結果、経営者が利益予想における開示の有無を選択する際に同産業他社の利益予想の開示の有無の影響を受けることが明らかにされている(Wang 2015)。Wang (2015)では利益予想の開示の有無に着目しているが、開示される利益予想数値に対しても影響を与える可能性がある。したがって、本研究では同産業他社の利益予想の積極性が企業の利益予想に与える影響を検証する。なお、利益予想の積極性の程度とは、 $t+1$ 期の利益予想が t 期の実現利益をどれだけ上回っているかである。

本研究の分析結果によれば、経営者が利益予想を開示する前に利益予想を開示している同産業他社の利益予想が積極的なほど、経営者は利益予想を引き上げる傾向にあった。また、経営者が利益予想を開示する前に利益予想を開示している同産業他社の数が多いほど、この傾向は強くなっていた。この結果は、経営者が利益予想の設定において、同産業他社の利益予想を情報として利用していることを意味する。本研究の構成は以下の通りである。続く第2節では、日本における経営者利益予想の特徴を説明するとともに、先行研究について整理する。第3節では、仮説設定を行う。第4節では、リサーチデザインを説明する。第5節では、分析結果を示し考察を行う。第6節では、本研究の発見事項を整理し貢献と限界を述べるとともに、将来の研究に向けての展望を示す。

2. 日本における経営者利益予想と先行研究

2.1 日本における経営者利益予想

2.1.1 制度的開示

日本における経営者利益予想の開示は、証券取引所の要請にもとづく制度的開示となっている。そのため、日本の証券取引所に上場する企業は、期末の決算短信において次期の利益予想を開示し、期中の四半期決算短信において修正された利益予想を開示する³。さらに、決算短信や四半期決算短信における定期的な利益予想の開示に加えて、企業には修正開示と呼ばれる不定期な利益予想の開示義務がある。有価証券上場規程第 405 条第 1 項⁴によれば、公表済みの直近の予想値と比較して、新たに算出した予想値または当期の実績値が重要な差異を有する場合、企業は直ちに修正開示を行わなければならない。修正開示を行うかどうかの基準は、営業利益・経常利益・純利益⁵については、新規予想値または当期実績値が直近予想値と比較して、30%以上変動している場合となっている（有価証券上場規程施行規則第 407 条⁶）。なお、直近予想値が存在しない企業に対しては、前年度の実績値がベンチマークとして適用される。このような制度的開示によって、日本では経営者利益予想の開示が多く行われており、その頻度や量は諸外国を圧倒している⁷(古賀ほか 1995; 太田 2006)。太田(2006)は、日本の利益予想の特徴を活かした豊富なデータによる研究結果は、他国に対しても貴重な示唆を与える可能性があることを指摘している。

2.1.2 経営者の目標としての経営者利益予想

日本における経営者利益予想は、経営者が外部に報告する目標としての側面を持っている。須田・花枝(2008)が行ったサーベイ調査によれば、日本企業の経営者は、報告利益の目標値として経営者利益予想を最も重視している。須田・花枝(2008)によれば、日本企業の 97.09%が利益報告の目標値として経営者利益予想を重視しており、目標値として経営者利益予想を重視しないと回答した企業は 1.77%に過ぎなかった。また、経営者利益予想は経営者報酬の決定にも利用されている(Otomasa *et al.* 2017)。Otomasa *et al.* (2017)によれば利益予想を達成したかどうかだけでなく、利益予想の積極性が経営者報酬の設定に影響を与えている。さらに、多くの質問票調査の結果は、経営者利益予想と企業内

³ ただし、四半期決算短信において修正された利益予想を開示するかどうかは企業の任意である。

⁴ http://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070007001.html

⁵ その他の開示項目として、売上高や1株当たり当期純利益がある。

⁶ http://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070041001.html

⁷ 経営者利益予想の制度的開示は、日本の財務開示の最大の特徴と言える。例えば、米国の経営者利益予想は自発的情報開示(voluntary disclosure)の側面が強く、開示の有無を企業が選択できる(Dye 1985; Dye and Sridhar 1995; Hribar and Yang 2015)。

部の予算が密接に関連していることを示している(黒川ほか 2009; 中條 2009; 日本 IR 協議会 2011; 柳 2011; Tsumuraya 2014)。日本 IR 協議会 (2011)によれば、回答企業の 74.1%が社内の年次予算をベースに予想値を作成しており、70.4%の企業が各事業部門が報告する数値をもとに利益予想を作成している。これらの一連の結果は、経営者利益予想を目標設定の視点から分析する必要性を喚起すると言える(安酸 2016)。

2.2 先行研究

経営者利益予想研究の主要な関心は、予想誤差に向けられている。予想誤差は「 t 期の実現利益- t 期の予想利益」によって算出される。正の予想誤差は予想が悲観的であることを意味し、負の予想誤差は予想が楽観的であることを意味する。先行研究によれば、予想誤差は全般的に楽観的な傾向にあることが知られている(例えば、Ota 2006; Kato *et al.* 2009)。多くの経営者利益予想研究は、期待調整仮説の観点から予想誤差の楽観性を説明している。すなわち、株価水準の維持や資金調達を有利に進めるといった目的から、経営者が市場に対して意図的にバイアスのかかった利益予想を開示した結果、正の予想誤差が生じるというものである(清水 2007; 円谷 2011)。しかしながら、近年の研究結果は、予想誤差が生じる原因は期待調整仮説のみでは説明できないことを示している。Gong *et al.* (2011b)は、予想誤差に持続性⁸が存在することを示し、その発生要因を分析した。結果は、期待調整仮説によって説明される要因ではなく、経営者の利益予想の設定における情報処理プロセスによって持続性が生じるというものだった。この結果は、経営者の利益予想の設定プロセスを解明する必要性を喚起する。すなわち、 t 期の予想誤差を認識した経営者が、 $t+1$ 期の利益予想の設定にどのような情報を利用するかを明らかにする必要がある。

このような研究の1つに、目標設定におけるラチェッティングの視点から利益予想の分析を行った安酸 (2016)がある。ラチェッティングにおいては、しばしば非対称ラチェッティング (asymmetric ratcheting) と呼ばれる現象が生じる (Leone and Rock 2002; Aranda *et al.* 2014; Indjejikian *et al.* 2014a; Indjejikian *et al.* 2014b)。非対称ラチェッティングとは、 t 期の有利差異が $t+1$ 期の目標水準を引き上げる程度に対して、 t 期の不利差異が $t+1$ 期の目標水準を引き下げる程度が低いという現象⁹である。安酸 (2016)では、決算短信で公表される期首の経営者

⁸ 経営者利益予想の予想誤差には、持続性があることが知られている(Ota 2006; 清水 2007)。予想誤差の持続性とは、「 t 期に楽観的(悲観的)な予想を行う企業は、 $t+1$ 期にも楽観的(悲観的)な予想を行う」という、予想誤差における系列相関を意味する。

⁹ 非対称ラチェッティングが生じる理由について、Leone and Rock (2002)では2つの理由から説明している。1つは、会計の保守主義原則による説明である。会計の保守主義原則とは、企業の会計処理において、費用は漏らさず計上し利益は控えめに計上しなければならない原則である(桜井 2016)。この原則によって、企業会計では予想の損失は計上される一方で、予想の利益は計上されない。

利益予想において非対称ラチェッティングが観測されることを示した。この結果は、経営者が $t+1$ 期の利益予想の設定において、 t 期の予想誤差を情報として利用していることを意味する。

ここで、経営者は $t+1$ 期の利益予想の設定において、 t 期の予想誤差以外の情報を追加的に利用している可能性がある。このような情報に同産業他社の利益予想がある。Peer group¹⁰に関する会計研究によれば、同産業他社の行動は企業の戦略的意思決定や情報開示に対して影響を与えている。Peer group に関する研究は以下の2種類に大別できる。1つの研究群は、「経営者が戦略的な意思決定を行うために同産業他社の情報を利用する」という視点に立つものである (Beatty *et al.* 2013; Li 2016)。この視点から利益予想を分析した研究は行われていない。しかしながら、Doyle and Snyder (1999)では、アメリカの自動車産業における生産予想のデータから、企業が生産台数予想の決定において、同産業他社が開示した生産台数予想を情報として利用することを明らかにしている。経営者が利益予想の設定において、将来の予想のために同産業他社の利益予想を情報として利用する可能性がある。

もう1つの研究群は、「経営者が資本市場の反応を考慮した結果、同産業他社と同調的な開示行動を取る」という視点に立っている (Tse and Tucker 2010; Wang 2015; Bratten *et al.* 2016)。この視点から経営者利益予想について分析した研究に Wang (2015)がある。Wang (2015)では、米国の経営者利益予想のデータを用いて、経営者の利益予想の開示選択が同産業他社の開示選択の影響を受けることを示している。Wang (2015)では利益予想の開示の有無にのみ着目してお

そのため、期待外損失（不利差異）よりも期待外利益（有利差異）の方が継続性を持つ (Basu 1997)。上司が部下の目標設定を行う際に不利差異の継続性の低さを考慮した結果、非対称ラチェッティングが観測される。

もう1つの説明は、上司が部下に対して持続的に利益をもたらすような行動を促すためである。部下が、研究開発費のカットのような将来利益を犠牲にするような行動によって、 t 期の目標を達成する場合を考えてみよう。この時、上司は部下の $t+1$ 期の目標水準を引き上げる。しかしながら、将来の利益を犠牲にするような行動によって、部下の $t+1$ 期以降の期待業績は向上しない。すなわち、 $t+1$ 期の目標は部下にとって達成困難な水準になる。さらに、 $t+1$ 期に部下が不利差異を計上した場合でも、非対称ラチェッティングによって上司は $t+2$ 期の目標水準をあまり引き下げない。この時、 $t+2$ 期の目標も部下にとって達成困難な水準となる。これを予期した部下は、将来の利益を犠牲にするような行動を取らずに、持続的に利益をもたらすような行動を選択する。

¹⁰ Peer group とは、類似した特徴を有する他者で構成されるグループである。例えば、ある店舗に対する同地域の他店舗群や、ある企業に対する同産業他社などである。

り、利益数値への影響¹¹は明らかにされていない。しかしながら、制度的開示によって経営者が利益予想を開示しなければいけない状況においては、経営者は資本市場の反応を考慮して同産業他社の利益予想を考慮した利益予想を設定する可能性がある。

したがって本研究では、経営者利益予想が外部に公表する経営者の目標であるという視点から、同産業他社の予想の積極性が経営者利益予想に対して与える影響を検証する。経営者利益予想の積極性の程度は「 $t+1$ 期の利益予想 - t 期の実現利益」によって算出され、MFI (Management Forecast Innovation) と呼ばれる(後藤 1997; Kato *et al.* 2009; Otomasa *et al.* 2017)。正の MFI は積極的な予想を意味し、負の MFI は消極的な予想を意味する。

なお、経営者の利益予想における設定プロセスを明らかにすることは、目標設定研究や戦略的管理会計研究においても重要である。多くの目標設定研究は、上司が部下の目標設定を行うという状況について分析している¹²。一方で、経営者が全社目標をどのように設定するかに着目した研究は少ない。また、経営者が戦略的意思決定において同産業他社の財務情報を利用することは戦略的管理会計研究で指摘されているものの(Simons 1990; Moon and Bates 1993; Guilding 1999), アーカイバルなデータによる証拠はない。したがって、経営者の目標である利益予想に対して同産業他社の利益予想が与える影響を明らかにすることは、目標設定研究や戦略的管理会計研究に対しても貢献をもたらす。

¹¹ 米国のデータで同産業他社の利益予想数値が経営者の利益予想数値に与える影響を検証することが困難である理由の1つに、利益予想の開示形式が多様であることが挙げられる。米国企業の利益予想の開示形式は画一的ではなく、数値開示・レンジ開示・オープンエンド開示などの形式がとられている。

数値開示とは「利益予想は x である」のように、定点による開示を意味する。レンジ開示とは「利益予想は x 以上 y 以下である」のように、上限と下限が明確な開示を意味する。最後に、オープンエンド開示とは、「利益予想は x 以上である」のように、上限あるいは下限が不明確な開示を意味する。

例えば、Hribar and Yang (2015)のサンプルでは、数値開示の企業は 11.5%に過ぎず、85.59%の企業がレンジ開示で 2.91%の企業がオープンエンド開示となっていた。一方で、日本の利益予想においてもレンジ開示やオープンエンド開示も認められているものの(東京証券取引所 2012), 殆どの企業が数値開示である(Otomasa *et al.* 2017)。

¹² プリンシパルがエージェントの目標設定においてエージェントの peer group の情報を利用することは、先行研究で明らかにされている。Aranda *et al.* (2014)によれば、上司が部下の店舗や支店の目標設定を行うにあたって、その部下の予実差だけではなく、企業内の他の部下の店舗や支店の業績情報を追加的に利用している。また、Kim and Shin (2016)によれば、経営陣が $t+1$ 期のCEOの目標設定を行うにあたり、経営者の t 期の業績が同産業他社と比較して良い業績かどうかを考慮している。

3. 仮説設定

経営者利益予想におけるラチェッティングの検証は、以下の推定式によって行われる(安酸 2016)。

$$\Delta MF_{t+1} = \alpha_0 + \lambda_+ MFE_t + \lambda_- D \times MFE_t$$

ただし、

$$\Delta MF_{t+1} = MF_{t+1} - MF_t, \quad MFE_t = MF_t - E_t$$

MF_t は t 期の利益予想、 E_t は t 期の実現利益を示している。 ΔMF_{t+1} は $t+1$ 期の利益予想と t 期の利益予想との乖離であり、経営者の目標値の引き上げの程度を意味している。 MFE_t は t 期の予想誤差であり、目標設定の文脈では予実差を意味する。また、 D は予実差が不利差異の場合に 1 を取るダミー変数である。 λ_+ は、 t 期の有利差異が $t+1$ 期の目標の引き上げに反映される程度である。一方で $\lambda_+ + \lambda_-$ は、 t 期の不利差異が $t+1$ 期の目標値の引き上げに反映される程度を示している。非対称ラチェッティングの存在は、 $\lambda_+ > \lambda_+ + \lambda_- > 0$ によって検証される(Leone and Rock 2002; Aranda *et al.* 2014; Indjejikian *et al.* 2014a; Indjejikian *et al.* 2014b)。推定式における λ_+ や λ_- は、 t 期の予実差という私的情報から経営者が形成する $t+1$ 期の目標値に対する信念であると解釈できる(Aranda *et al.* 2014)。

ここで、ある主体が不確実な状況下で意思決定を行う場合に、私的情報に加えて先駆者の行動を情報として利用することが知られている(Tse and Tucker 2010; 川越 2010)。先駆者とは、ある主体が行動を選択する前に行動を選択した他の主体である。日本では、ほぼ全ての企業が期末の決算短信で次期の利益予想を開示するだけでなく、期中に修正された利益予想を開示する。このような状況においては、経営者は利益予想の設定の際に、自身が利益予想を設定する前に開示された同産業他社の利益予想数値を情報として利用することができる。

経営者は 2 つの動機から、経営者が利益予想を設定するより前に開示される同産業他社の利益予想を情報として利用する可能性がある。1 つは、同産業他社の利益予想を追加的に情報として利用し、産業共通の要因が業績に与える影響を予想するためである。企業の利益は企業固有の要因と産業共通の要因によって決定する¹³。経営者は両方の要因の影響を考慮して次期の利益予想を決定する。他社の経営者もまた、自身の企業固有の要因と産業共通の要因を考慮

¹³ 企業固有の要因とは、企業独自の改善に伴う効率性の向上、新製品の開発、ブランディングなどの企業イメージの変化といったものである。企業固有の要因は、その企業の利益に対しては直接的な影響を与えるが、他の企業の利益に対しては直接的な影響をもたらさない。一方で、産業共通の要因とは、景気や為替の影響や原材料費の高騰といったものである。産業共通の要因は、その産業に属する全ての企業の利益に対して直接的な影響をもたらす。

して利益予想を決定する。すなわち、同産業他社の開示する利益予想には、産業共通の要因に関する情報が含まれている。経営者は、同産業他社の利益予想を情報として利用することで、産業共通の要因に関する追加的な情報を獲得できる(Doyle and Snyder 1999; Li 2016)。ある経営者の積極的な利益予想の設定は、 $t+1$ 期の実績値が t 期の実績値と比較して増加するという経営者の信念を意味する。同産業他社の積極的な利益予想を受けた経営者は、産業共通の要因が業績に対して正の影響を与えると予想し、 $t+1$ 期の利益予想を引き上げる(Doyle and Snyder 1999; Li 2016)。

もう 1 つの動機は、資本市場からのプレッシャーである。同産業他社が積極的な利益予想を開示している状況において、経営者の利益予想の引き下げは企業に対する市場からの評価を大きく損ねる可能性がある(Wang 2015)。市場からの同産業他社との相対的な評価を考慮した経営者は、同産業他社が積極的な利益予想を行った場合には $t+1$ 期の利益予想をより引き上げる。将来の予想情報としての側面と資本市場からのプレッシャーとしての側面の両方から、以下の仮説を立てることができる。

H1: 同産業他社の利益予想が積極的なほど（消極的なほど）、経営者は利益予想を引き上げる（引き下げる）。

また、経営者が利益予想を設定する前に利益予想を開示している同産業他社の数が多いほど、同産業他社の利益予想が経営者の利益予想の設定に与える影響は強くなると考えられる。予想情報としての側面からの説明は、多くの同産業他社が積極的な予想を開示する傾向にあることで、経営者は産業共通の要因が自身の業績に正の影響を与えるという確信を強めるからである(Li 2016)。一方で、資本市場からのプレッシャーの側面からの説明は、より多くの同産業他社が積極的な予想を開示する傾向にある場合、経営者の利益予想の引き下げによって生じる市場からの評価の低下の程度がより大きくなる可能性があるからである。よって、以下の仮説が立てられる。

H2: 経営者が利益予想を設定する前に利益予想を開示する同産業他社の数が多いほど、同産業他社の利益予想の積極性が経営者の利益予想の引き上げに与える影響は強くなる。

4. リサーチデザイン

4.1 分析モデル

本研究の目的は、同産業他社の利益予想の積極性が経営者利益予想に与える影響を検証することである。この検証のために、以下の2つの影響を統制した。

1つ目は、同産業他社の実現利益が経営者の利益予想に与える影響である。経営者は、同産業他社の利益予想ではなく実現利益を情報として利用し、産業の成長などの影響を分析する可能性がある。この影響を統制するため、同産業他社の実現利益をコントロール変数に投入した。

もう1つは、産業の各年の景況が産業内の企業全体にもたらす影響である。産業の景況は、ある企業の利益予想の引き上げと同産業他社の利益予想の積極性の両方に影響を与えると考えられる。例えば、産業全体が成長トレンドにある場合、産業内企業は次年度の利益予想を引き上げ、同産業他社も積極的な利益予想を行うだろう。すなわち、ある企業の利益予想の引き上げの程度と同産業他社の利益予想の積極性との関係には、経営者が同産業他社の行動を考慮せずとも生じる疑似相関の影響が含まれている(牛丸 2009)。したがって、本研究の仮説検証を行うには、疑似相関の影響を排除してもなお、経営者が同産業他社の利益予想の影響を受けていることを示す必要がある。この問題を克服するために、年度と産業を識別するダミー変数の作成において工夫を行った。すなわち、年に関するダミー変数と産業に関するダミー変数をそれぞれ投入するのではなく、同年かつ同産業の企業を識別するためのダミー変数を作成し分析を行った。このダミー変数によって、その年の産業の景況が産業内全体の経営者の利益予想におけるトレンドに与える影響を取り除くことができる。

安酸 (2016)に倣い、仮説検証には固定効果モデルによる重回帰分析を用いた。仮説1と仮説2を検証するモデルは、それぞれ以下の(1)と(2)の推定式である。なお、仮説1はモデル(1)の $Peer_MFI_{i,t}$ の回帰係数が正の値を取るかどうかで検証され、仮説2はモデル(2)の $\ln NoF_{i,t} \times Peer_MFI_{i,t}$ の回帰係数が正の値を取るかどうかで検証される。

$\Delta MFI_{i,t+1}$ は、企業 i について、 $t+1$ 期の利益予想と t 期の利益予想の差を $t-1$ 期の期末総資産額で除したものである。ただし、利益予想は前期の期末の決算短信で公表される期首時点での予想値を指す。この変数は、経営者の利益予想の引き上げの程度であり、目標設定の文脈では目標値の引き上げの程度を意味する。 $MFE_{i,t}$ は、企業 i について、 t 期の実現利益と t 期の利益予想との差を $t-1$ 期の期末総資産額で除したものである。ただし、実現利益は期末の決算短信で公表される利益数値で、利益予想は前期の期末の決算短信で公表される期首時点での予想値を指す。 $MFE_{i,t}$ は目標設定の文脈では予実差を意味し、多くの研究で次期の目標値の引き上げに対して正の影響を与えることが明らかにされている(Indjejikian and Nanda 2002; Leone and Rock 2002; Bol and Lill 2015)。 D は、

$MFE_{i,t}$ が不利差異の場合に 1 をとり、そうでない場合は 0 を取るダミー変数である。 $Peer_MFI_{i,t}$ は、企業 i の t 期の同産業他社の MFI の平均値である¹⁴。ただし、 MFI は、企業が公表する利益予想とその前年度の実現利益との差を前年度期末総資産額で除して算出する。また、企業 i の t 期の同産業他社は、企業 i の t 期の決算発表日 90 日前¹⁵から決算発表日前日までの期間に利益予想の開示や修正を行った同産業他社である。これは、他の同産業他社に関する変数についても同様である。なお、業種分類には東証業種コードを利用している¹⁶。 $\ln NoF_{i,t}$ は、同産業他社の数を自然対数にしたものである。 $Peer_\Delta E_{i,t}$ は、同産業他社の利益の変化における平均値である。ただし、利益の変化は、企業が公表する最新の實現利益とその前年度の実現利益との差を前年度期末総資産額で除して算出する。 $Relative_to_Peer_{i,t}$ は、企業 i の t 期の實現利益から同産業他社の t 期の利益を引いたものである。ただし、企業と同産業他社の利益はそれぞれ前年度期末総資産額で除している。これは、企業 i の t 期の業績が同産業他社の t 期の業績と比較して相対的に高いかどうかを表す変数である(Kim and Shin 2016)。Kim and Shin (2016)によれば、同産業他社と比較して t 期に高い業績を上げた企業は $t+1$ 期の目標水準を引き上げない傾向にある。 $Loss_{i,t}$ は、企業 i の t 期の当期利益が赤字の場合に 1 をとり、そうでない場合は 0 を取るダミー変数である。先行研究によれば、前年度利益が赤字の企業はより楽観的な予想を行うため、次年度の報告利益が経営者利益予想を下回る傾向にある(Rogers and Stocken 2005; Ota 2006)。 $\Delta GDP_{i,t}$ は、企業 i の t 期の対前年度の実質 GDP 成長率である。Ota (2006)によれば、対前年度の実質 GDP 比率と予想誤差には強い相関関係がある。 $\Delta Sales_{i,t}$ は、企業 i の t 期の売上高成長率である。高成長企業が予想利益を達成できなかった場合の市場の反応が大きいため、経営者は予想未達を避けるために控えめな予想を行うと考えられている(Skinner and Sloan 2002; Ota 2006)。 $MV_{i,t}$ は、企業 i の t 期の期末時価総額の自然対数である。先行研究によれば、大企業は控えめな予想を行う傾向にある(Ota 2006)。*Firm Fixed*

¹⁴ 企業 i の t 期の決算発表日 90 日前から決算発表日前日までの期間に複数回利益予想を開示した同産業他社が存在する場合、その同産業他社の最新の利益予想のみを抽出し $Peer_MFI_{i,t}$ を算出している。これは、最新の利益予想はそれ以前の予想値と比較して情報を有しているからである(Kato *et al.* 2009)。 $\ln NoF_{i,t}$ の算出についても同様である。

¹⁵ 90 日という基準を変更した場合についても追加分析を行い、詳細は 5.2 追加分析に記した。

¹⁶ 企業の類似性という点で、日経産業中分類あるいは東証業種中分類による産業分類が相対的に望ましいとされる(木村 2009)。しかしながら、日経業種中分類は東証業種中分類と比較して特定の産業に企業が集中している。ある企業が他社に与える影響を検証する場合、特定の業種に企業が集中することは望ましくない(奥村 2013)。このような理由から、本研究では東証業種中分類を採用している。

Effects は、企業を識別するダミー変数である¹⁷。 *Year×Industry Effects* は、同年かつ同産業に属している企業を識別するためのダミー変数である。

$$\begin{aligned} \Delta MF_{i,t+1} = & \alpha_1 MFE_{i,t} + \alpha_2 D \times MFE_{i,t} + \alpha_3 Peer_MFI_{i,t} + \alpha_4 Peer_ \Delta E_{i,t} \\ & + \alpha_5 Relative_to_Peer_{i,t} + \alpha_6 Loss_{i,t} + \alpha_7 \Delta GDP_{i,t} \\ & + \alpha_8 \Delta Sales_{i,t} + \alpha_9 MV_{i,t} + Firm\ Fixed\ Effects \\ & + Year \times Industry\ Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \Delta MF_{i,t+1} = & \beta_1 MFE_{i,t} + \beta_2 D \times MFE_{i,t} + \beta_3 Peer_MFI_{i,t} + \beta_4 \ln NoF_{i,t} \times Peer_MFI_{i,t} \\ & + \beta_5 Peer_ \Delta E_{i,t} + \beta_6 Relative_to_Peer_{i,t} + \beta_7 Loss_{i,t} \\ & + \beta_8 \Delta GDP_{i,t} + \beta_9 \Delta Sales_{i,t} + \beta_{10} MV_{i,t} + Firm\ Fixed\ Effects \\ & + Year \times Industry\ Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

¹⁷ 企業による固定効果モデルを用いた分析の問題として、産業分類によるダミー変数を利用できないという問題点がある(太田 2013)。これは、産業分類が年度毎に変化しない企業特性であることに起因する。しかしながら、本研究で採用した *Year × Industry Effects* は年度毎に変化する企業特性であるため、固定効果モデルにおいても利用可能である。

4.2 サンプルと記述統計量

本研究の分析対象企業は、国内の上場企業（銀行・証券・保険業を除く全業種）のうち、日本の会計基準を採用している企業である。なお、分析対象企業には既に上場が廃止された企業も含まれる。分析対象期間は、決算日が 2000 年 1 月から 2015 年 12 月の範囲に含まれている会計期間とした。分析に用いるデータは全て日経 NEEDS *Financial Quest* から取得し、以下の手順で処理を行った。はじめに、①有価証券報告書で開示された連結財務諸表に関するデータ、②期末の決算短信で公表された実現利益（営業利益・経常利益・純利益）のデータ、③決算短信及びその訂正情報、業績予想修正を通じて公表された利益予想（営業利益・経常利益・純利益）に関するデータ、④産業分類と GDP に関するデータを取得した¹⁸。これらのデータから、決算月数が 12 ヶ月でない観測値と決算発表日が欠損値となっている観測値を除外した後、分析に必要な変数を作成しデータセットを作成した。続いて、Wang (2015) に倣い、企業の決算発表日 90 日前から決算発表日前日までの期間に利益予想の開示や修正を行った同産業他社が少なくとも 1 社は存在している企業のみを抽出した。最後に、ダミー変数と対前年度 GDP 成長率を除く各変数について、上下 1% の範囲でウィンザライズを行った (Vorst 2016)。その結果、最終的なサンプル・サイズは、営業利益については 14,981 企業・年、経常利益については 32,087 企業・年、純利益については 32,063 企業・年となった。営業利益のサンプルが他の利益と比較して少ないのは、営業利益が予想開示項目に追加されたのが 2007 年であることに起因する。推定された係数の有意性の検定には、企業にもとづいてクラスター補正された標準誤差を適用した (Vorst 2016)。

記述統計は表 1 に示した。3 つの全ての利益に関して、 $MFE_{i,t}$ の平均値・中央値は負の値を取っており、経営者が楽観的な利益予想を行う傾向にあるといえる。一方で、 $\Delta MF_{i,t+1}$ は平均値・中央値ともに僅かに正の値を取っており、企業は利益予想を引き上げる傾向にある。中長期的な視点において、日本企業では

¹⁸ 本研究の分析では、売上高成長率や GDP 成長率をコントロール変数に投入しているため、変数作成において $t-1$ 期の値が必要となる。したがって、財務諸表のデータは、決算日が 1999 年 1 月から 2015 年 12 月の範囲に含まれる会計期間について収集した。同様に、GDP のデータも 1999 年から 2015 年までのデータを収集した。

一方で、利益予想に関するデータは、決算日が 2000 年 1 月から 2016 年 12 月の範囲に含まれる会計期間について収集した。これは、企業の予想値の引き上げや同産業他社の予想の積極性の算出に、 $t+1$ 期の期首予想値が必要だからである。

利益額・利益の伸び率が重視される傾向にある(生命保険協会 2017)。利益予想が楽観的であるにもかかわらず翌年度の利益予想が引き上げられるという傾向は、経営者の中長期的な意思決定が反映された結果かもしれない。仮説 1 を検証する変数である $Peer_MFI_{i,t}$ は、3 つの全ての利益について平均値と中央値が正の値を取っている。 $NoF_{i,t}$ は、仮説 2 を検証する変数である $\ln NoF_{i,t}$ の対数変換前の値である。ある企業が期末の決算短信で利益予想を発表するまでの 90 日間に、営業利益については平均して 122.833 社の同産業他社が何らかの形で利益予想を公表している。また、経常利益(純利益)についての平均値は 107.579 社(107.578 社)であった。

表 1. 記述統計量

<u>パネル A:営業利益</u>	<u>Mean</u>	<u>SD</u>	<u>Min</u>	<u>1Q</u>	<u>Med</u>	<u>3Q</u>	<u>Max</u>	<u>N</u>
$\Delta MF_{i,t+1}^{a)}$	0.271	3.146	-11.091	-0.751	0.256	1.359	12.078	14981
$MFE_{i,t}^{a)}$	-0.725	3.465	-16.990	-1.666	-0.128	0.843	7.717	14981
D	0.533	0.499	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	14981
$Peer_MFI_{i,t}^{a)}$	0.812	1.461	-4.663	0.209	0.783	1.593	4.302	14981
$NoF_{i,t}$	122.833	61.310	9.000	65.000	140.000	177.000	215.000	14981
$\ln NoF_{i,t}$	4.604	0.748	2.197	4.174	4.942	5.176	5.371	14981
$Peer_DE_{i,t}^{a)}$	0.396	2.213	-6.075	-0.494	0.401	1.402	7.665	14981
$Relative_to_Peer_{i,t}^{a)}$	-0.352	6.284	-23.714	-3.306	-0.820	2.381	21.792	14981
$Loss_{i,t}$	0.166	0.373	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	14981
$\Delta GDP_{i,t}$	-0.078	2.363	-6.542	-2.024	0.385	1.742	4.711	14981
$\Delta Sales_{i,t}$	1.751	15.284	-41.260	-5.563	1.595	8.401	62.220	14981
$MV_{i,t}$	23.657	1.674	19.886	22.469	23.518	24.739	27.875	14981

<u>パネル B:経常利益</u>	<u>Mean</u>	<u>SD</u>	<u>Min</u>	<u>1Q</u>	<u>Med</u>	<u>3Q</u>	<u>Max</u>	<u>N</u>
$\Delta MF_{i,t+1}^{a)}$	0.367	2.848	-9.855	-0.629	0.266	1.296	11.953	32087
$MFE_{i,t}^{a)}$	-0.559	3.346	-16.714	-1.397	-0.033	0.892	7.888	32087
D	0.509	0.500	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	32087
$Peer_MFI_{i,t}^{a)}$	0.822	1.220	-3.791	0.221	0.696	1.400	4.451	32087
$NoF_{i,t}$	107.579	60.145	5.000	51.000	113.000	162.000	212.000	32087
$\ln NoF_{i,t}$	4.428	0.826	1.609	3.932	4.727	5.088	5.357	32087
$Peer_DE_{i,t}^{a)}$	0.621	1.898	-5.064	-0.170	0.624	1.501	6.815	32087
$Relative_to_Peer_{i,t}^{a)}$	-0.676	6.083	-21.685	-3.626	-1.178	1.941	21.384	32087
$Loss_{i,t}$	0.177	0.381	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	32087
$\Delta GDP_{i,t}$	0.751	1.881	-6.542	-0.420	1.458	1.857	4.711	32087
$\Delta Sales_{i,t}$	3.546	15.379	-37.120	-3.665	2.435	9.183	71.891	32087
$MV_{i,t}$	23.785	1.628	20.324	22.616	23.626	24.815	27.990	32087

<u>パネル C:純利益</u>	<u>Mean</u>	<u>SD</u>	<u>Min</u>	<u>1Q</u>	<u>Med</u>	<u>3Q</u>	<u>Max</u>	<u>N</u>
$\Delta MF_{i,t+1}$ ^{a)}	0.299	2.223	-7.820	-0.436	0.189	0.955	9.811	32063
$MFE_{i,t}$	-1.069	4.030	-23.751	-1.390	-0.156	0.546	6.522	32063
D	0.557	0.497	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	32063
$Peer_MFI_{i,t}$ ^{a)}	1.099	1.352	-3.197	0.331	0.913	1.741	5.623	32063
$NoF_{i,t}$	107.578	60.163	5.000	51.000	113.000	162.000	212.000	32063
$\ln NoF_{i,t}$	4.427	0.826	1.609	3.932	4.727	5.088	5.357	32063
$Peer_ΔE_{i,t}$ ^{a)}	0.558	2.153	-6.259	-0.356	0.505	1.466	8.884	32063
$Relative_to_Peer_{i,t}$ ^{a)}	-0.307	5.625	-26.022	-2.132	-0.240	2.001	17.233	32063
$Loss_{i,t}$	0.176	0.381	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	32063
$\Delta GDP_{i,t}$	0.751	1.881	-6.542	-0.420	1.458	1.857	4.711	32063
$\Delta Sales_{i,t}$	3.546	15.367	-37.117	-3.662	2.437	9.185	71.820	32063
$MV_{i,t}$	23.785	1.628	20.323	22.616	23.626	24.815	27.990	32063

各変数について、*Mean* は平均値、*SD* は標準偏差、*Min* は最小値、*1Q* は第 1 四分位点、*Med* は中央値、*3Q* は第 3 四分位点、*Max* は最大値、*N* はサンプル数を表している。

a) % で表示されている。

5. 分析結果

5.1 推定結果

表2は、式(1)と式(2)に関する推定結果である。まずは、ラチェッティングに関する結果について論じる。式(1)について、営業利益のサンプルでは $MFE_{i,t}$ の係数は 1.043 で、0.1%水準で有意な結果となった。また、 $D \times MFE_{i,t}$ の係数についても -0.272 となり、0.1%水準で有意な結果となった。同様の結果は、経常利益（純利益）についても得られている。経常利益（純利益）のサンプルでは、 $MFE_{i,t}$ の係数は 1.001 (0.989)、 $D \times MFE_{i,t}$ の係数は -0.362 (-0.576) となり、どちらの係数についても 0.1%水準で有意な結果が得られた。この結果は、経営者の利益予想において非対称ラチェッティングが観測されるという安酸 (2016) の結果と整合的である。

続いて、仮説検証の結果を確認する。まずは、仮説1の推定結果を確認する。営業利益について $Peer_MFI_{i,t}$ の係数は 0.241 で、0.1%水準で有意な結果が得られた。同様に経常利益（純利益）においても、 $Peer_MFI_{i,t}$ の係数は 0.165 (0.146) で、0.1%水準で有意な結果が得られた。これは、同産業他社の利益予想が積極的（消極的）なほど、経営者は $t+1$ 期の利益予想を t 期の利益予想から引き上げる（引き下げる）という傾向を意味する。同年かつ同産業の利益予想のトレンドを統制してもなお観測されるこの結果は、同産業他社の利益予想の積極性が企業の利益予想の決定に影響を与えることを示している。すなわち、仮説1を支持する結果が得られた。

続いて、仮説2の推定結果を確認する。営業利益について $\ln NoF_{i,t} \times Peer_MFI_{i,t}$ の係数は 0.136 で、1%水準で有意な結果が得られた。同様に経常利益（純利益）においても、 $\ln NoF_{i,t} \times Peer_MFI_{i,t}$ の係数は 0.117 (0.081) で、0.1%水準で有意な結果が得られた。すなわち、同産業他社の数が増加するほど、同産業他社の利益予想の積極性が企業の利益予想に与える影響が大きくなる傾向にある。これは、仮説2を支持する結果である。

表 2. 式(1)と式(2)に関する推定結果

	$\Delta MF_{i,t+1}$					
	営業利益		経常利益		純利益	
	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]
$MFE_{i,t}$	1.043*** [0.029]	1.042*** [0.029]	1.001*** [0.020]	1.001*** [0.020]	0.989*** [0.021]	0.990*** [0.021]
$D \times MFE_{i,t}$	-0.272*** [0.039]	-0.272*** [0.039]	-0.362*** [0.027]	-0.363*** [0.027]	-0.576*** [0.025]	-0.577*** [0.025]
$Peer_MFI_{i,t}$	0.241*** [0.044]	0.285*** [0.045]	0.165*** [0.029]	0.206*** [0.031]	0.146*** [0.020]	0.177*** [0.021]
$\ln NoF_{i,t} \times Peer_MFI_{i,t}$		0.136** [0.044]		0.117*** [0.027]		0.081*** [0.017]
$Peer_ \Delta E_{i,t}$	-0.135*** [0.024]	-0.140*** [0.024]	-0.096*** [0.018]	-0.103*** [0.018]	-0.122*** [0.011]	-0.126*** [0.011]
$Relative_to_Peer_{i,t}$	-0.234*** [0.017]	-0.234*** [0.017]	-0.155*** [0.009]	-0.155*** [0.009]	-0.269*** [0.010]	-0.269*** [0.010]
$Loss_{i,t}$	0.010*** [0.001]	0.010*** [0.001]	0.009*** [0.000]	0.009*** [0.000]	0.011*** [0.001]	0.011*** [0.001]
$\Delta GDP_{i,t}$	-0.095*** [0.020]	-0.097*** [0.020]	-0.050** [0.019]	-0.052** [0.019]	-0.077*** [0.016]	-0.074*** [0.016]
$\Delta Sales_{i,t}$	0.004 [0.003]	0.004 [0.003]	0.012*** [0.002]	0.011*** [0.002]	0.017*** [0.002]	0.017*** [0.002]
$MV_{i,t}$	0.007*** [0.001]	0.007*** [0.001]	0.005*** [0.000]	0.005*** [0.000]	0.005*** [0.000]	0.005*** [0.000]
<i>Firm FE</i>	Include	Include	Include	Include	Include	Include
<i>Year × Industry FE</i>	Include	Include	Include	Include	Include	Include
Observations	14,981	14,981	32,087	32,087	32,063	32,063
Adjusted R ²	0.511	0.511	0.489	0.491	0.334	0.335

*, **, ***はそれぞれ、5%、1%、0.1%水準で有意となることを表す。[]内は企業にもとづいてクラスター補正を行った頑健な標準誤差である。

5.2 追加分析

本研究では、同産業他社を企業の利益予想発表日 90 日前から決算発表日前日までの期間の間に利益予想を開示した企業とした。しかしながら、企業が利益予想を開示する直近に開示された同産業他社の利益予想は、企業が開示する利益予想の決定に情報として利用されていない可能性がある。したがって、同産業他社を企業の利益予想発表日 90 日前から決算発表日 7 日前までの期間の間に利益予想を開示した企業とし、追加分析を行った。この結果は、表 3 のパネル A に示した。営業利益について $Peer_MFI_{i,t}$ の係数は 0.206 で、0.1%水準で有意な結果が得られた。同様に経常利益（純利益）においても、 $Peer_MFI_{i,t}$ の係数は 0.150 (0.138) で、0.1%水準で有意な結果が得られた。すなわち、仮説 1 を支持する結果が得られた。また、営業利益について $\ln NoF_{i,t} \times Peer_MFI_{i,t}$ の係数は 0.144 で、1%水準で有意な結果が得られた。同様に経常利益（純利益）においても、 $\ln NoF_{i,t} \times Peer_MFI_{i,t}$ の係数は 0.114 (0.082) で、0.1%水準で有意な結果が得られた。すなわち、仮説 2 が支持された。

また、予想発表日 90 日前同産業他社の利益予想は既に古い情報とみなされており、情報として利用されていない可能性もある。あるいは、予想発表日 90 日前より前の同産業他社の利益予想も情報として利用されている可能性もある。したがって、同産業他社を企業の利益予想発表日 60 (180) 日前から決算発表日 7 日前までの期間の間に利益予想を開示した企業とし、追加分析を行った¹⁹。この結果は、表 3 のパネル B (パネル C) に示した。仮説 1 については、どちらの期間の場合でも 0.1%水準で有意な結果が得られ、仮説 1 が支持された。仮説 2 については、同産業他社を企業の利益予想発表日 60 から決算発表日 7 日前までの期間の間に利益予想を開示した企業とした場合については、営業利益のサンプルでは支持されなかった。しかしながら、それ以外の場合では有意水準 0.1%で仮説 2 を支持する結果が得られた。

¹⁹ 同産業他社を企業の利益予想発表日 180 (60) 日前から決算発表日前日までの期間の間に利益予想を開示した企業とした場合についても追加分析を行った。結果は、どちらの期間でも全ての利益について両方の仮説が支持された。

表 3. 追加分析に関する推定結果

パネル A: 同産業他社を、企業の利益予想発表日 90 日前から決算発表日 7 日前までの期間に利益予想を開示した企業とした場合の分析結果

	$\Delta MF_{i,t+1}$					
	営業利益		経常利益		純利益	
	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]
$MFE_{i,t}$	1.027*** [0.029]	1.027*** [0.029]	0.990*** [0.020]	0.990*** [0.020]	0.967*** [0.022]	0.967*** [0.022]
$D \times MFE_{i,t}$	-0.265*** [0.039]	-0.265*** [0.039]	-0.360*** [0.027]	-0.360*** [0.027]	-0.577*** [0.025]	-0.577*** [0.025]
$Peer_MFI_{i,t}$	0.206*** [0.046]	0.249*** [0.045]	0.150*** [0.028]	0.180*** [0.029]	0.138*** [0.020]	0.161*** [0.021]
$\ln NoF_{i,t} \times$ $Peer_MFI_{i,t}$		0.144*** [0.045]		0.114*** [0.024]		0.082*** [0.017]
$Peer_AE_{i,t}$	-0.142*** [0.021]	-0.144*** [0.021]	-0.091*** [0.014]	-0.096*** [0.014]	-0.114*** [0.010]	-0.117*** [0.010]
$Relative_$ $to_Peer_{i,t}$	-0.205*** [0.016]	-0.206*** [0.016]	-0.140*** [0.008]	-0.140*** [0.008]	-0.237*** [0.009]	-0.238*** [0.009]
$Loss_{i,t}$	0.011*** [0.001]	0.011*** [0.001]	0.009*** [0.000]	0.009*** [0.000]	0.012*** [0.001]	0.012*** [0.001]
$\Delta GDP_{i,t}$	-0.082*** [0.021]	-0.086*** [0.021]	-0.048*** [0.019]	-0.052*** [0.019]	-0.069*** [0.017]	-0.066*** [0.017]
$\Delta Sales_{i,t}$	0.004 [0.003]	0.003 [0.003]	0.012*** [0.002]	0.011*** [0.002]	0.017*** [0.002]	0.017*** [0.002]
$MV_{i,t}$	0.006*** [0.001]	0.006*** [0.001]	0.004*** [0.000]	0.004*** [0.000]	0.005*** [0.000]	0.005*** [0.000]
<i>Firm FE</i>	Include	Include	Include	Include	Include	Include
<i>Year × Industry</i> <i>FE</i>	Include	Include	Include	Include	Include	Include
Observations	14,981	14,981	32,087	32,087	32,063	32,063
Adjusted R ²	0.511	0.511	0.489	0.491	0.334	0.335

パネル B: 同産業他社を、企業の利益予想発表日 60 日前から決算発表日 7 日前までの期間に利益予想を開示した企業とした場合の分析結果

	$\Delta MF_{i,t+1}$					
	営業利益		経常利益		純利益	
	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]
$MFE_{i,t}$	1.027*** [0.029]	1.027*** [0.029]	0.985*** [0.020]	0.985*** [0.020]	0.954*** [0.022]	0.955*** [0.022]
$D \times MFE_{i,t}$	-0.278*** [0.040]	-0.278*** [0.040]	-0.365*** [0.027]	-0.365*** [0.027]	-0.574*** [0.025]	-0.575*** [0.025]
$Peer_MFI_{i,t}$	0.203*** [0.043]	0.225*** [0.046]	0.126*** [0.027]	0.156*** [0.029]	0.129*** [0.016]	0.155*** [0.019]
$\ln NoF_{i,t} \times$ $Peer_MFI_{i,t}$		0.049 [0.035]		0.070*** [0.020]		0.050*** [0.014]
$Peer_AE_{i,t}$	-0.093*** [0.019]	-0.096*** [0.019]	-0.072*** [0.013]	-0.075*** [0.013]	-0.094*** [0.009]	-0.096*** [0.009]
$Relative_to_Peer_{i,t}$	-0.197*** [0.015]	-0.197*** [0.015]	-0.133*** [0.008]	-0.134*** [0.008]	-0.226*** [0.009]	-0.226*** [0.009]
$Loss_{i,t}$	0.011*** [0.001]	0.011*** [0.001]	0.009*** [0.000]	0.009*** [0.000]	0.012*** [0.001]	0.012*** [0.001]
$\Delta GDP_{i,t}$	-0.090*** [0.021]	-0.089*** [0.021]	-0.041** [0.019]	-0.042** [0.019]	-0.036** [0.018]	-0.033* [0.018]
$\Delta Sales_{i,t}$	0.003 [0.003]	0.003 [0.003]	0.011*** [0.002]	0.011*** [0.002]	0.017*** [0.002]	0.017*** [0.002]
$MV_{i,t}$	0.006*** [0.001]	0.006*** [0.001]	0.004*** [0.000]	0.004*** [0.000]	0.004*** [0.000]	0.004*** [0.000]
$Firm\ FE$	Include	Include	Include	Include	Include	Include
$Year \times Industry\ FE$	Include	Include	Include	Include	Include	Include
Observations	14,981	14,981	32,087	32,087	32,063	32,063
Adjusted R ²	0.511	0.511	0.489	0.491	0.334	0.335

パネル C: 同産業他社を、企業の利益予想発表日 180 日前から決算発表日 7 日前までの間に利益予想を開示した企業とした場合の分析結果

	$\Delta MF_{i,t+1}$					
	営業利益		経常利益		純利益	
	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]
$MFE_{i,t}$	1.053***	1.053***	1.011***	1.011***	1.016***	1.017***
	[0.029]	[0.029]	[0.020]	[0.020]	[0.021]	[0.021]
$D \times MFE_{i,t}$	-0.274***	-0.274***	-0.369***	-0.370***	-0.583***	-0.583***
	[0.039]	[0.039]	[0.027]	[0.027]	[0.025]	[0.025]
$Peer_MFI_{i,t}$	0.312***	0.332***	0.204***	0.211***	0.202***	0.220***
	[0.049]	[0.049]	[0.029]	[0.029]	[0.023]	[0.023]
$\ln NoF_{i,t} \times$		0.144**		0.096***		0.093***
$Peer_MFI_{i,t}$		[0.061]		[0.033]		[0.028]
$Peer_AE_{i,t}$	-0.185***	-0.190***	-0.135***	-0.138***	-0.151***	-0.155***
	[0.025]	[0.025]	[0.018]	[0.018]	[0.012]	[0.012]
$Relative_to_Peer_{i,t}$	-0.244***	-0.245***	-0.164***	-0.164***	-0.289***	-0.290***
	[0.018]	[0.018]	[0.009]	[0.009]	[0.010]	[0.010]
$Loss_{i,t}$	0.010***	0.010***	0.009***	0.009***	0.010***	0.010***
	[0.001]	[0.001]	[0.000]	[0.000]	[0.001]	[0.001]
$\Delta GDP_{i,t}$	-0.084***	-0.087***	-0.042**	-0.044**	-0.064***	-0.062***
	[0.022]	[0.022]	[0.020]	[0.020]	[0.016]	[0.016]
$\Delta Sales_{i,t}$	0.004	0.004	0.012***	0.012***	0.018***	0.018***
	[0.003]	[0.003]	[0.002]	[0.002]	[0.002]	[0.001]
$MV_{i,t}$	0.007***	0.007***	0.005***	0.005***	0.005***	0.005***
	[0.001]	[0.001]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
$Firm\ FE$	Include	Include	Include	Include	Include	Include
$Year \times Industry\ FE$	Include	Include	Include	Include	Include	Include
Observations	14,981	14,981	32,087	32,087	32,063	32,063
Adjusted R ²	0.511	0.511	0.489	0.491	0.334	0.335

*, **, ***はそれぞれ、5%、1%、0.1%水準で有意となることを表す。[]内は企業にもとづいてクラスター補正を行った頑健な標準誤差である。

6. 結論

本研究では、同産業他社の利益予想の積極性が経営者の利益予想の決定に対して与える影響を検証した。本研究の結果によれば、経営者が利益予想を開示する前に利益予想を開示している同産業他社の予想の積極性は、経営者の利益予想の引き上げと正の関係を持っていた。また、その関係は、経営者が利益予想を開示する前に利益予想を開示する同産業他社の数が増えるほど強くなった。これらの結果は、同産業他社の利益の変化と、産業の景況が産業内の企業全体の予想トレンドに与える影響を統制しても観測された。すなわち、経営者が利益予想の決定において、同産業他社の利益予想を情報として利用していることを示唆する。

本研究の貢献は3つある。第1の貢献は、目標設定研究の知見を援用し、経営者の利益予想設定における情報処理プロセスを明らかにしたことである。多くの経営者利益予想研究では、期待調整仮説の視点から予想誤差の発生要因を検証している。しかしながら、経営者が利益予想の設定にどのような情報を利用するかについては、殆ど着目されていなかった。経営者の利益予想設定における情報処理プロセスを明らかにすることは、予想誤差の発生要因に対する理解を深めることにつながる。したがって、本研究の結果は経営者利益予想研究に対して貢献をもたらす。

第2の貢献は、同産業他社の利益予想数値が経営者の利益予想数値に対して与える影響を明らかにしたことである。Wang (2015)では、同産業他社の利益予想の開示が経営者の利益予想の開示の有無に与える影響にのみ着目しており、利益予想数値への影響は考慮されていなかった。本研究では、日本の経営者利益予想のデータを用いることで、利益予想の開示の有無ではなく予想数値への影響を示すことができた。この点において、経営者利益予想研究と peer group に関する研究の両方に貢献をもたらす。

第3の貢献は、目標設定研究と戦略的管理会計に対する貢献である。目標設定研究では、経営者が全社目標をどのように設定するかについてはあまり着目されてこなかった。また、戦略的管理会計研究では、戦略的意思決定における経営者の同産業他社の財務情報の利用が指摘されていたが、アーカイバルなデータによる証拠は提示されてこなかった。したがって、本研究の結果は、目標設定研究や戦略的管理会計研究に対しても貢献をもたらす。

最後に、本研究の限界と将来の研究に向けた方向性を記しておく。第1の限界は、本研究では peer group の予想の積極性について、利益予想を開示した同産業他社の単純な平均値としていることである。これは、本研究が暗に、経営者が全ての同産業他社の情報を等しく重視するという前提を置いていることを意味する。しかしながら、経営者は同産業他社の情報を利用するにあたって、重み付けを行っている可能性がある。例えば、企業規模や業種という点で類似した企業やライバル企業の情報ほど重視していることも考えられる。東証業種コードによる業種区分を行った本研究ではこれらの問題に対処できていない

め、将来の研究では以下の追加分析を行う必要がある。具体的には以下の2つの手法を用いた追加分析が考えられる。第1の手法は、同産業かつ同規模の企業という基準による peer group での分析である。ある産業全体のショックが企業にもたらす影響は、企業規模によって異なる(Albuquerque 2009, 2013; Kim and Shin 2016)。したがって、企業規模を考慮した peer group による分類を行う必要がある。第2の手法は、日本標準産業分類を用いた分析である。日本標準産業分類とは総務省によって作成された業種分類である。日本標準産業分類は、東証業種コードとは2つの点で異なる。1つ目の違いは、東証業種コードと比較して、企業の主要な経済活動にもとづいた細かい分類が行われていることである。これは、日本標準産業分類の目的が経済活動の類似性にもとづいた産業分類の作成にあるからである。2つ目の違いは、日本標準産業分類は、1つの企業に対して最大3つの産業分類が割り当てられている。すなわち、単一事業の企業には1つの産業分類が割り当てられるのに対して、多角化企業には複数の産業分類が割り当てられることになる。このような理由から、日本標準産業分類を利用した分析は、企業の事業における類似性を反映している可能性がある。

第2の限界として、本研究では経営者の利益予想が同産業他社の利益予想の影響を受ける理由を特定することができなかった。本研究では、将来の予想と資本市場に対するプレッシャーの2つの視点から、経営者の利益予想が同産業他社の利益予想の影響を受けることを明らかにした。しかしながら、本研究の結果は、経営者がどちらの理由で同産業他社の影響を受けるのかを明らかにしていない。将来の研究ではこの限界に対処するために、同産業他社の利益予想情報を企業が恣意的に利用している可能性に着目する必要がある。相対業績評価(Relative Performance Evaluation; RPE)研究によれば、企業の同産業他社の業績情報の利用において自己奉仕バイアス(self-serving bias)の存在が知られている(Bannister and Newman 2003; Gong et al. 2011a)。これらの研究によれば、peer group の情報は企業の業績が好ましくないときの言い訳として利用される傾向にある。企業が、将来を予測する目的ではなく資本市場にバイアスをかける目的で peer group の情報を利用しているならば、何らかの恣意的な利用が行われている可能性がある。企業が peer group の情報を恣意的に利用している可能性とその動機を明らかにする必要があるだろう。

第3の限界として、本研究の結果は公開データを用いた implicit なものである。公開財務データを用いた大規模サンプルによる分析結果は、ハードな結果が得られるというメリットがある(Moers 2006)。しかしながら、implicit な分析がおく仮定が不適切な場合、分析結果にエラーが混入している可能性がある(須田・花枝 2008; Gong et al. 2011a)。このような疑問を解決するためには、質問票調査など他の手法による追加的な研究が必要とされる。

第4の限界は、企業の他の要因が経営者利益予想の設定に与える影響について、本研究では考慮されていないことである。例えば、企業の収益性の違いが、経営者の利益予想のラチェットに影響している可能性も考えられる。また、近年の研究によれば、外部に報告する利益の質(earnings quality)と企業内

部の利益の質は密接に関連している(Hemmer and Labro 2008; Dichev *et al.* 2013)。利益の質が低い企業では、経営者はラチェッティングの程度を低くするかもしれない。これらの要因が、経営者の利益予想の設定に与える影響についても明らかにする余地が残っている。

参考文献

- Ajinkya, B. B., and M. J. Gift. 1984. Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations. *Journal of Accounting Research* 22(2): 425-444.
- Albuquerque, A. M. 2009. Peer firms in relative performance evaluation. *Journal of Accounting and Economics* 48(1): 69-89.
- Albuquerque, A. M. 2013. Do growth-option firms use less relative performance evaluation? *The Accounting Review* 89(1): 27-60.
- Aranda, C., J. Arellano, and A. Davila. 2014. Ratcheting and the role of relative target setting. *The Accounting Review* 89(4): 1197-1226.
- Bannister, J. W., and H. A. Newman. 2003. Analysis of corporate disclosures on relative performance evaluation. *Accounting Horizons* 17(3): 235-246.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24(1): 3-37.
- Beatty, A., S. Liao, and J. J. Yu. 2013. The spillover effect of fraudulent financial reporting on peer firms' investments. *Journal of Accounting and Economics* 55(2): 183-205.
- Bol, J. C., and J. B. Lill. 2015. Performance target revisions in incentive contracts: Do information and trust reduce ratcheting and the ratchet effect? *The Accounting Review* 90(5): 1755-1778.
- Bouwens, J., and P. Kroos. 2011. Target ratcheting and effort reduction. *Journal of Accounting and Economics* 51(1): 171-185.
- Bratten, B., J. L. Payne, and W. B. Thomas. 2016. Earnings management: Do firms play "follow the leader"? *Contemporary Accounting Research* 33(2): 616-643.
- Dichev, I. D., J. R. Graham, C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2013. Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics* 56(2): 1-33.
- Doyle, M. P., and C. M. Snyder. 1999. Information sharing and competition in the motor vehicle industry. *Journal of Political Economy* 107(6): 1326-1364.
- Dye, R. A. 1985. Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research* 23(1): 123-145.
- Dye, R. A., and S. S. Sridhar. 1995. Industry-wide disclosure dynamics. *Journal of Accounting Research* 33(1): 157-174.
- Gong, G., L. Y. Li, and J. Y. Shin. 2011a. Relative performance evaluation and related peer groups in executive compensation contracts. *The Accounting Review* 86(3): 1007-1043.
- Gong, G., L. Y. Li, and J. J. Wang. 2011b. Serial correlation in management earnings forecast errors. *Journal of Accounting Research* 49(3): 677-720.
- Guilding, C. 1999. Competitor-focused accounting: An exploratory note. *Accounting, Organizations and Society* 24(7): 583-595.

- Hemmer, T., and E. Labro. 2008. On the optimal relation between the properties of managerial and financial reporting systems. *Journal of Accounting Research* 46(5): 1209-1240.
- Holthausen, R. W., D. F. Larcker, and R. G. Sloan. 1995. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 19(1): 29-74.
- Hribar, P., and H. Yang. 2015. CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research* 33(1): 204-227.
- Indjejikian, R. J., and D. Nanda. 2002. Executive target bonuses and what they imply about performance standards. *The Accounting Review* 77(4): 793-819.
- Indjejikian, R. J., and M. Matějka. 2006. Organizational slack in decentralized firms: The role of business unit controllers. *The Accounting Review* 81(4): 849-872.
- Indjejikian, R. J., M. Matějka, K. A. Merchant, and W. A. Van der Stede. 2014a. Earnings targets and annual bonus incentives. *The Accounting Review* 89(4): 1227-1258.
- Indjejikian, R. J., M. Matějka, and J. D. Schloetzer. 2014b. Target ratcheting and incentives: Theory, evidence, and new opportunities. *The Accounting Review* 89(4): 1259-1267.
- Kato, K., D. J. Skinner, and M. Kunimura. 2009. Management forecasts in Japan: An empirical study of forecasts that are effectively mandated. *The Accounting Review* 84(5): 1575-1606.
- Kim, S., and J. Y. Shin. 2016. Executive bonus target ratcheting: Evidence from the new executive compensation disclosure rules. *Contemporary Accounting Research*. Forthcoming.
- Leone, A. J., and S. Rock. 2002. Empirical tests of budget ratcheting and its effect on managers' discretionary accrual choices. *Journal of Accounting and Economics* 33(1): 43-67.
- Li, V. 2016. Do false financial statements distort peer firms' decisions? *The Accounting Review* 91(1): 251-278.
- Moers, F. 2006. Doing archival research in management accounting. In *Handbooks of Management Accounting Research*, edited by A. G. H. Christopher S. Chapman and D. S. Michael: Elsevier, 399-413.
- Moon, P., and K. Bates. 1993. Core analysis in strategic performance appraisal. *Management Accounting Research* 4(2): 139-152.
- Ota, K. 2006. Determinants of bias in management earnings forecasts: Empirical evidence from Japan. In *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*, edited by G. N. Gregoriou and M. Gaber: Elsevier, 267-294.

- Otomasa, S., A. Shiiba, and A. Shuto. 2017. Management earnings forecasts as a performance target in executive compensation contracts. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* Forthcoming.
- Rogers, J. L., and P. C. Stocken. 2005. Credibility of management forecasts. *The Accounting Review* 80(4): 1233-1260.
- Simons, R. 1990. The role of management control systems in creating competitive advantage: New perspectives. *Accounting, Organizations and Society* 15(1): 127-143.
- Skinner, D. J., and R. G. Sloan. 2002. Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies* 7(2-3): 289-312.
- Tse, S., and J. W. Tucker. 2010. Within-industry timing of earnings warnings: Do managers herd? *Review of Accounting Studies* 15(4): 879-914.
- Tsumuraya, S. 2014. Effects of biased earnings forecasts: comparative study of earnings forecasts disclosures by US and Japanese firms. In *International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior*, edited by I. Kunio and N. Makoto. Tokyo, Japan: Springer, 311-330.
- Vorst, P. 2016. Real earnings management and long-term operating performance: The role of reversals in discretionary investment cuts. *The Accounting Review* 91(4): 1219-1256.
- Wang, X. 2015. How do peer firms affect a firm's earnings forecast decision around the earnings announcement date?, HKU Theses Online, The University of Hong Kong.
- 牛丸元. 2009. 「企業の同調行動とネットワーク分析」『経済学研究』59(3): 35-48.
- 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. 2013. 「パネル・データ分析におけるクラスター頑健手法の使用について」『証券アナリストジャーナル』51(11): 77-87.
- 奥村雅史. 2013. 「利益訂正の情報移転: 伝播効果 vs. 競争効果」『早稲田商学』434: 57-70.
- 川越敏司. 2010. 『行動ゲーム理論入門』NTT 出版.
- 木村史彦. 2009. 「業種分類の信頼性比較: 日経業種分類, 東証業種分類, および GICS 業種分類の比較分析」『現代ディスクロージャー研究』(9): 33-42.
- 黒川行治・内藤文雄・柴健次・林隆敏. 2009. 「企業内容開示において開示される利益情報が有すべき情報内容は何か」『週間経営財務』2911: 41-50.
- 古賀智敏・田中弘・瀧田輝己・友杉芳正・北村敬子. 1995. 『予測財務情報論』同文館.
- 後藤雅敏. 1997. 『会計と予測情報』中央経済社.
- 桜井久勝. 2016. 『財務会計講義』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プライシング」
『証券アナリストジャーナル』 45(8): 80-96.
- 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（特
集：ディスクロージャーと IR）」『証券アナリストジャーナル』46(5): 51-69.
- 生命保険協会. 2017. 『株式価値向上に向けた取り組みについて』.
- 円谷昭一. 2011. 「業績予想コミュニケーションの重要性：IR 実態調査の結果を
ふまえて（特集 これからの業績予想開示を考える）」『企業会計』63(11):
1628-1634.
- 東京証券取引所. 2012. 『業績予想開示に関する実務上の取扱いについて』.
- 中條祐介. 2009. 「中小規模企業の IR・財務報告に関する実態調査：新興市場を
中心に」『信金中金月報』 8(11): 4-23.
- 日本 IR 協議会. 2011. 『IR 活動の実態調査 2011』.
- 安酸建二. 2016. 「経営者利益予想に見られるラチェット効果と予想誤差への影
響：管理会計からのアプローチ」『管理会計学』 24(1): 3-25.
- 柳良平. 2011. 「業績予想に係る投資家サーベイと脱予算経営による改善」『企
業会計』 63(11): 1635-1641.