

# ディスクロージャー優良企業における経営者予想 —予測誤差と業績修正行動を中心に\*

## *Management Forecast of Excellent Disclosure Firm: An Analysis of Management Forecast Error and Revision*

奈良 沙 織 (筑波大学 大学院博士課程)  
Saori Nara, University of Tsukuba

野 間 幹 晴 (一橋大学 准教授)  
Mikiharu Noma, Hitotsubashi University

2010年12月4日受付；2011年2月27日改訂稿受付；2011年3月26日最終稿受付；  
2011年4月1日論文受理

### 要 約

本稿の目的は、ディスクロージャーに優れた企業の経営者予想について、期初の予測誤差と期中の業績修正行動の特徴を解き明かすことである。実証分析から、ディスクロージャーに優れた企業は、期初に保守的な経営者予想を開示し、期中に予想を上方修正し、その修正幅は相対的に小さいことが明らかになった。

期初予想を保守的に公表し、期中に小幅上方修正する経営者予想のマネジメントは、投資家の期待を上方へ誘導する効果を持つと考えられる。このことから、ディスクロージャーに優れた会社は、予想を小幅修正することで投資家にサプライズを与えることを防ぐだけでなく、より戦略的に投資家の期待をマネジメントしているといえる。これに対し、ディスクロージャーが優良でない企業では、期初予想の修正幅は大きく、実績が期初予想を下回り、期中に大幅下方修正を行う傾向があることも明らかになった。

### Summary

We examine management forecasts of excellent disclosure firms and verify the features of management forecast errors and its revisions. We find that excellent disclosure firms disclose conservative management forecast from the beginning of the fiscal year, and modestly revise upward their forecasts during this period. In addition, the width of the revision is relatively smaller.

Also, this type of forecast management that announces conservative forecasts and revises them upward modestly during this period, has an effect of leading investor' expectations upward. For this reason, excellent disclosure firms not only avoid investors' unanticipated expectation but also control their expectation strategically. In contrast, non-excellent disclosure firm's management forecast errors are bigger. And their actual earnings are below their original forecasts. Moreover, they revise downward their forecasts drastically.

\*本稿の作成にあたり、筑波大学大学院牧本直樹教授、編集委員長および2名の匿名のレフェリーから非常に有益なコメントをいただいた。また本稿は、平成22年度文部科学省科学技術補助金（若手研究(B)）(課題番号20730295)の研究成果の一部です。ここに記して心より御礼申し上げます。

## 1. はじめに

本稿の目的は、ディスクロージャーに優れた企業の経営者予想について、期初の予測誤差と期中の業績修正行動の特徴を解明することである。

米国では、経営者予想は開示内容や公表の様式、予想の期間など統一されていない完全な自主開示であるが、投資家からは信頼性のある新しい情報として認識されており、監査を通った財務諸表並の信頼を得ている(Healy and Palepu (2001))。このため、公表された経営者予想が新しい情報を含む場合、株価はその情報の内容によって上昇もしくは下落し(Waymire (1984), Ajinkya and Gift (1984))、さらには予期しない経営者予想の公表があった場合、株価はその情報に反応し、予期していなかった分だけ調整する(Pownall and Waymire (1989))。他方、ニュースに対する株価の反応では、ネガティブな決算に対して株価の下落が大きくなる傾向にあり(Skinner and Sloan (2001))、特に決算発表時のバッド・ニュースは期初に低い予想を公表するよりも株価に大きな影響がある(Matsumoto (2002))。このことから、経営者は投資家の予期せぬ期待が起きるのを最小限に止めるために予想を公表するインセンティブを持つ(Ajinkya and Gift (1984))。これは“Expectation Adjustment”と呼ばれ、先行研究では予想を通して投資家の期待をコントロールしようとする経営者の行動が報告されている(Coller and Yohn(1997), Frankel et al.(1995))。

日本では、経営者予想は法律の義務付けがない自主開示である点で米国と同じであるものの、本決算と同時に決算短信で次期予想の公表を行うのが通例で、ほぼ全ての企業が経営者予想を公表している。また、公表された予想に重要な変更があった際の修正は義務であることから、経営者予想は実質的に制度開示に近い。日本市場を対象とし

た研究では後藤(1997)が、決算時の実績値のみならず予想値も証券投資の意思決定に活用されるとの証拠を示しており、河(1998)は業績修正時の株価の反応を検証し予想値の修正が株価や取引高に大きな影響を与えるとの結論を得ている。加えて、桜井・後藤(1992)は業績修正日前後の株価を検証し、株価は修正日に最も大きく反応することを示し、後藤・桜井(1993)と河(1994)は、株価はグッド・ニュースにプラス、バッド・ニュースにマイナスの反応を示すことを明らかにしている。米国の研究成果を日本に援用する際は両国の制度の違いを考慮する必要はあるが、日本でも米国同様の現象が確認されていることから、経営者による投資家の期待コントロールは日本でも行われていると推測できる<sup>1)</sup>。

なお、この投資家の期待コントロールに利用される経営者予想は、企業により楽観性や精度に差があることが知られている<sup>2)</sup>。しかし、楽観性や精度が完全に経営者の意図でコントロールされているわけではなく、予測精度が低いために下方修正などが行われるのであれば、期待コントロールは成立しない。経営者が予想を完全にコントロールしているのであれば実績が予想を大幅に下回る決算は避けられるはずであるが、実際にはそのような決算は数多くある。つまり、すべての経営者が予想をコントロールできているわけではなく、企業により経営者予想を用いた投資家の期待コントロールに巧拙があると考えられる。

そこで、本稿は経営者予想の開示や投資家の期待コントロールに優れていると考えられる会社に着眼し、その経営者予想の分析と考察を行う。具体的には検証1で期初の経営者予想の予測誤差に着目し、ディスクロージャーに優れている企業では期初から経営者予想が保守的であることを明らかにする。また、ディスクロージャーに優れた企業は投資家に予期しない期待を抱かせるのを最小

限に止め、さらには期中にディスクロージャーを積極的に行って情報の透明性を高める行動をしていると考える。そこで、検証2ではディスクロージャーに優れた企業の期中の業績修正行動に注目し、ディスクロージャーに優れた企業は、期中に戦略的に予想の修正を行って情報リスクを低下させ、さらには投資家の期待を上方に誘導するディスクロージャーを行っていることを明らかにする。

以下では、2章で先行研究と本稿の検証課題を提示し、3章で分析に用いたデータと検証方法について説明し、4章で実証結果を示し、5章で全体の総括を行う。

## 2. 先行研究と検証課題

本稿はディスクロージャーに優れた企業の経営者予想は、期初経営者予想の修正幅が相対的に小さく、実績が期初予想を上回る保守的な予想になっていることを明らかにする。また、ディスクロージャーに優れた企業は、情報の透明性を高めるため、期中に予想を頻繁に小幅上方修正していることを示す。

企業から新たな経営者予想などの情報が公表されると、株価はその情報が市場の期待を下回るネガティブ・サプライズの時に下落し、市場の期待を上回るポジティブ・サプライズの時に上昇する (Brown et al. (1987), Richardson et al. (1999))。また、株価はポジティブ・サプライズよりもネガティブ・サプライズに強く反応する傾向にある (Skinner and Sloan (2002)) ことから、経営者には決算時のネガティブ・サプライズを避ける強いインセンティブがある。このため、決算発表時には実績が予想を上回るポジティブ・サプライズが広範囲に渡って確認されており ((Brown et al. (1987), Dowen (1996), Hwang et al. (1996),

Degeorge et al. (1999))、ポジティブ・サプライズ決算の企業の比率は毎年上昇する傾向にある (Brown (2001))。

しかし、Soffer et al. (2000) によれば、実際の決算は市場の予想を上回る傾向にあるが、決算発表の前に行われる情報開示の大半は下方修正などのバッド・ニュースである。また、Burgstager and Eams (2001) は、決算時にネガティブ・サプライズがなかったグループでは期初から期末にかけてより大きな下方修正が行われていると報告している。上述の指摘から、決算時にポジティブ・サプライズが多く見られるのは、経営者により事前に予想の下方修正が行われた結果である可能性が高いといえる。また、その背景には、決算時のネガティブ・サプライズを避けるために、事前に悪いニュースを公表することで投資家の期待を下げ、決算発表時に投資家の期待を上回らせて株価下落のインパクトを最小限に抑えようという経営者の意図があると推測する。

こうした傾向は日本市場でも確認されており、Kato et al. (2009) は日本市場を対象とした分析で、日本の経営者予想は期初が楽観的であり、決算時のネガティブ・サプライズを避けるために期中に下方修正をする傾向があると指摘している。加えて、期中に修正を行うということは、経営者が期中の下方修正より決算時のバッド・ニュースのほうが株価に与える影響が大きいと考えていることを示しており<sup>3)</sup>、また期中の修正はバイアスが小さいとも指摘している。

これらを考慮すると、決算時に市場の予想を上回る決算実績を発表できたとしても、事前の下方修正で投資家の期待を下げていることが問題となる。Skinner and Sloan (2002) が述べているように市場がネガティブ・サプライズに強く反応する傾向があるならば、経営者は決算時だけでなく期中においても下方修正の回避を試みようとする

るであろう。言うまでもなく、下方修正を回避するためには、期初から適切な予想を公表し、下方修正せずに予想を達成することが必要である。

ところが、Burgstagner and Eams (2001) や Soffer et al. (2000) が示しているように、期初の経営者予想は楽観的で途中で下方修正される傾向があることから、一般的な企業が期中を通じて投資家の期待コントロールに成功しているとは言い難い。これは、経営者予想は自主開示であることから取り組みに差があり、予想の楽観性や精度において企業により差があることが一因であると考える。しかし、ディスクロージャーに積極的に取り組む企業の中には経営者予想のマネジメントに優れ、期初から期中を通して投資家の期待を適切にコントロールしている企業もあると考えられる。

そこで、本稿では経営者予想を適切にマネジメント出来ている会社として日本アナリスト協会が行っている「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定（以下、ディスクロージャー評価）」の評価点を用いてディスクロージャーに優れた企業を定義し、その期初の経営者予想と修正行動の特徴を明らかにする。ディスクロージャーに優れた企業が投資家の期待をコントロールしているならば、下方修正を回避するために期初から保守的な予想を公表していると考えられる。他方で、極度に保守的な予想は投資家の期待を低下させ予想の信頼性を低下させかねないため、予測誤差は相対的に小さいと考えられる。そこで、検証1で、ディスクロージャーに優れた企業では実績が予想を上回り、かつ、期初経営者予想の予測誤差が小さい保守的な予想になっていることを検証する。

また、経営者予想の下方修正による株価下落を回避するということは、経営者が投資家や株価を意識したディスクロージャーを行っていることを

意味している。その背景に、経営者は株主に対し業績や株価に関する説明責任を負っていること、M&Aや資金調達に備えてディスクロージャーを積極的に行い、情報リスクを低減させるインセンティブがあることなどがある(Healy and Palepu (2001))<sup>4)</sup>。なお、ディスクロージャーに積極的な企業と株価の関係は、Healy et al. (1999) が、自主開示を増やした会社では利益水準に関係なく株価が上昇することを示しており、Milgrom (1981) はディスクロージャーを行わない会社では他社がディスクロージャーを行ったときに、株価が下落したと報告している。このことは、経営者は絶えずディスクロージャーを行い、情報の非対称性解消に努める必要があることを示唆している。

以上を勘案すると、ディスクロージャーに優れた企業は情報の非対称性を解消するためにディスクロージャーを積極的に行っており、その過程で投資家や株価に大きな影響を与える経営者予想についても頻繁に予想を更新しているのではないかと考えられる。また、検証1の仮説でディスクロージャーに優れた企業の経営者予測誤差は期初から保守的で誤差が小さいとしていることから、必然的に予想の修正方向はプラスで修正幅は小幅になると考えられる。そこで、検証2では、期中の経営者予想の修正行動、とりわけ修正回数と修正幅に着目し、ディスクロージャーに優れた企業は期中に予想の小幅上方修正を頻繁に行っていることを明らかにする。

### 3. リサーチデザイン

#### 3.1. サンプル

本稿は日本証券アナリスト協会のディスクロージャー評価で1999年から2008年に評価対象となった企業を分析の対象とする。本調査は、日本証

券アナリスト協会が毎年行っている調査であり、アナリストが企業のディスクロージャー状況を業種ごとにアンケート方式で評価し、その結果をまとめたものである。

評価項目は業種により異なるが、総合点は①経営陣のIR姿勢、IR部門の機能、IRの基本スタンス、②説明会、インタビュー、説明資料等における開示、③フェアー・ディスクロージャー、④コーポレート・ガバナンスに関連する情報の開示、⑤各業種の状況に即した自主的な情報開示の5つの各業種共通項目から構成される。経営者予想に関する質問では、売上高や利益、部門別の見通しとその増減理由が適切かつ十分開示されているかを問うものがある。本稿では後述するようにディスクロージャーが優良か非優良かを分ける尺度にディスクロージャー評価の総合点を用い、総合点の高いものをディスクロージャー優良、低いものをディスクロージャー非優良と定義する。

なお、本稿の分析に用いたサンプルは、ディスクロージャー評価の評価対象企業のうち、銀行・新興市場銘柄、決算月数が12ヶ月以外の企業、期中の上場、期初の経営者予想発表日が前期の決算

発表日の前後30日を超えるものは除外した。また、経営者予想がないサンプル、売上高・経常利益・当期利益の全ての予想を行っていないサンプル<sup>5)</sup>、その他欠損のあるサンプルも除外した。上場廃止企業は、評価時点でデータが取得できる場合は分析対象に含めた。検証期間は、期初経営者予想の分析を行った検証1が1999年～2008年（10期間）、期中の経営者予想の修正を分析した検証2が2003年～2008年（6期間）である。検証2では、後述するデータベースから期中の経営者予想の修正データを取得できるのが2003年以降であるため、検証1より検証期間が短い。最終的なサンプル数は、検証1が1,215サンプル、検証2が860サンプルとなった。ディスクロージャー評価以外の本稿で用いる会計・株価データはQUICK社のASTRAより取得している<sup>6)</sup>。

図表1で検証1の1,215サンプルの時価総額とそのカバー率を示す。ディスクロージャー評価の評価対象企業は年々増加する傾向にあるためサンプルは増加傾向にあるが、平均するとサンプルのカバー率は東京証券取引所（以下、東証）第1部時価総額の3割程度、上場企業数の10%弱であ

図表1 年度別サンプル数

年度	サンプル数	サンプル時価総額	カバー率			
			東証1部上場社数	東証1部時価総額	企業数	時価総額
1999	71	66,238	1,364	313,370	5.2%	21.1%
2000	80	113,295	1,447	446,481	5.5%	25.4%
2001	104	105,761	1,491	342,852	7.0%	30.8%
2002	91	100,690	1,495	299,624	6.1%	33.6%
2003	115	63,897	1,533	228,307	7.5%	28.0%
2004	120	115,926	1,595	353,068	7.5%	32.8%
2005	120	116,228	1,667	365,534	7.2%	31.8%
2006	175	204,444	1,715	548,192	10.2%	37.3%
2007	146	194,281	1,727	548,787	8.5%	35.4%
2008	193	197,426	1,715	389,305	11.3%	50.7%
合計	1,215	1,278,186	15,749	3,835,519	7.7%	33.3%

注) サンプル数とサンプル時価総額は、検証1の実績と期初経営者予想との差についてディスクロージャー優良企業の特徴を示した分析1のサンプル数と評価年の3月末の時価総額合計を表す。東証1部上場社数は評価年末（12月）に東証1部に上場していた企業数、東証1部時価総額は評価年の3月末に東証1部に上場していた企業の時価総額合計、カバー率は東証1部上場企業をベースにサンプルの比率を時価総額と企業数について算出している。時価総額の単位は10億円。

る。2008年は時価総額ベースのカバー率が上昇しているが、サンプル数が大幅に増えその時価総額が大きくなったものの、株価下落により東証1部の時価総額が大幅に低下したことが要因である。なお、ディスクロージャー評価の評価対象企業は原則として東証1部上場企業について時価総額を基準に選択されているため、サンプルは大企業が中心となっている<sup>7)</sup>。

### 3.2. 検証方法

本稿の検証は、大きく2つに分けられる。まず、検証1でディスクロージャー優良企業ほど期初経営者予想が保守的であることを示し、検証2でディスクロージャー優良企業は期中に小幅上方修正を頻繁に行っていることを明らかにする。

検証1では、2つの分析を行う。分析1では、期初経営者予想と実績との差（期初経営者予測誤差）についてディスクロージャー優良企業の特徴を示す。具体的な検証方法は、はじめにディスクロージャー評価の総合点をもとに上位30%をディスクロージャー優良企業、下位30%をディスクロージャー非優良企業、中間の40%を普通の企業に分ける。さらに、これらを期初経営者予測誤差がプラスのグループとマイナスのグループに分類し6つのグループを作成する。なお、ディスクロージャー評価の総合点は業種間で評価項目や配点が異なり、素点で評価するのは必ずしも適切でない。そのため、業種の別なく比較できるように総合点を標準化したものをディスクロージャー標準化点数（以下標準化点数<sup>8)</sup>）として分析に利用する<sup>9)</sup>。

その上で、修正方向を検証するために、各グループにおける経営者予測誤差の平均値・中央値を求めると。その際、経営者予想予測誤差は実績と期初経営者予想との差を決算月の時価総額で除し算出する<sup>10)</sup>。これに加えて、経営者予想の精度を検

証するために、経営者予測誤差の絶対値についても平均値と中央値を示す。本検証では、経営者予測誤差を実績が予想を上回ったか否かの検証に使用し、経営者予測誤差の絶対値を精度の検証に用い、両者を分けて利用している。

先に述べたように、ディスクロージャーが優良であるか非優良であるかは毎年の標準化点数により評価される。ディスクロージャーが優良・普通・非優良と判定されたサンプルについて、翌年の評価がどのように変化したかを見たものが図表2のパネルAである。これは検証1のディスクロージャー優良企業の期初経営者予想の分析に使用したサンプルのうち2年連続して評価が行われているサンプルについて、前年から当年にかけて優良・普通・非優良の評価がどのように推移したかを示したものである。図表2より明らかのように、前年ディスクロージャーが優良と評価された企業のうち79.6%が当年も優良と評価されている。しかし、19.6%は普通に評価が落ちており、前年に優良と評価されたにもかかわらず、当年には非優良と評価された企業も存在した。非優良に関しては、前年に非優良と判断された企業のうち74.8%は当年も非優良となった。残り23.6%は普通に改善しているが、非優良から優良に評価が大幅改善したサンプルも存在する。全体での評価の入れ替わりは2～3割程度となっており、評価は比較的安定しているといえる。

図表2のパネルBは、ディスクロージャー優良・普通・非優良企業の企業特性を示している。これによると、ディスクロージャー優良企業は非優良企業よりも売上高や利益、時価総額が大きくより規模の大きな企業となっている。また、業績変化率は、売上高・利益ともにディスクロージャー優良企業が非優良企業より高く、ディスクロージャー優良企業は業績が相対的に良い。先行研究では大企業の利益予測精度は高く(Jaggi(1980))、

図表2 ディスクロージャー優良・普通・非優良企業の企業特性と評価推移

パネルA サンプル企業のディスクロージャー評価の推移

		当年の評価		
		優良	普通	非優良
前年の評価	優良	191 (79.6%)	47 (19.6%)	2 (0.8%)
	普通	59 (18.5%)	204 (63.9%)	56 (17.6%)
	非優良	4 (1.6%)	58 (23.6%)	184 (74.8%)

注) 検証1のディスクロージャー優良企業の期初経営者予想の分析の対象となったサンプルで、2年連続して評価が行われているサンプルについて、前年から当年にかけての優良・普通・非優良の評価の推移を示す。優良はディスクロージャー標準化点数の上位30%のグループ、普通は中位40%のグループ。非優良は下位30%のグループ。( )は構成比。

パネルB ディスクロージャー優良・普通・非優良企業の企業特性

		平均値	中央値	標準偏差	最大値	最小値	データ数
優良	売上高	2,032,778	923,132	3,390,203	26,289,240	36,712	365
	経常利益	131,186	57,554	265,985	2,437,222	-586,072	365
	当期利益	69,726	26,023	177,559	1,717,879	-483,837	365
	決算月時価総額	1,602,082	736,763	2,645,498	27,255,480	18,432	365
	売上高変化率	5.26	4.60	10.21	96.70	-19.49	364
	経常利益変化率	17.14	9.09	115.29	1,289.95	-644.01	356
	当期利益変化率	-38.98	8.59	581.39	964.18	-9,843.86	336
普通	売上高	1,562,426	668,263	2,337,501	17,009,060	31,326	486
	経常利益	74,470	30,830	173,481	1,723,312	-461,183	486
	当期利益	33,401	12,721	98,415	710,184	-834,672	486
	決算月時価総額	918,109	414,132	1,316,534	9,400,143	7,768	486
	売上高変化率	4.66	4.09	11.92	92.61	-42.28	482
	経常利益変化率	15.86	10.48	168.21	2,247.69	-1,331.14	457
	当期利益変化率	-32.15	8.71	407.29	1,096.01	-4,589.40	414
非優良	売上高	1,100,373	516,874	1,425,790	11,226,730	41,739	364
	経常利益	46,489	26,575	63,886	324,782	-179,172	364
	当期利益	14,620	11,903	60,532	180,796	-684,363	364
	決算月時価総額	673,088	359,186	761,982	6,000,625	21,131	364
	売上高変化率	2.23	1.64	10.73	57.47	-44.95	362
	経常利益変化率	10.43	2.00	196.20	3325.62	-581.09	343
	当期利益変化率	-63.55	1.91	425.74	947.71	-3,570.71	317
全体	売上高	1,565,300	673,779	2,523,368	26,289,240	31,326	1,215
	経常利益	83,125	35,442	188,636	2,437,222	-586,072	1,215
	当期利益	38,687	15,377	122,035	1,717,879	-834,672	1,215
	決算月時価総額	1,050,177	479,232	1,762,300	27,255,480	7,768	1,215
	売上高変化率	4.11	3.59	11.14	96.70	-44.95	1,208
	経常利益変化率	14.64	7.56	163.29	3,325.62	-1,331.14	1,156
	当期利益変化率	-43.63	6.78	473.71	1,096.01	-9,843.86	1,067

注) 優良はディスクロージャー標準化点数の上位30%、普通は中位40%、非優良は下位30%のグループを示す。決算月時価総額・売上高実績・経常利益実績・当期利益実績の単位は百万円、売上高成長率・経常利益成長率・当期利益成長率の単位は%。

悲観的 (Choi and Ziebart (2004)) であることが明らかになっている。また、利益成長が産業平均以上の企業は競争力保持のため他社の参入を避

けようと悲観的な予想を行う傾向にある (Irani (2000))。このことから、ディスクロージャー優良企業は精度が高く悲観的な予想を行っており、

予想を若干上回る決算を発表すると考えられる。

なお、経営者予想は売上高・営業利益・経常利益・当期利益・配当などについて開示される。しかし、東証の有価証券上場規定で営業利益の修正開示が要請されるようになったのは2006年12月以降であり、それ以前は営業利益の開示を行っていない企業が多く存在した。また、配当は全ての企業で公表されているわけではない。このため、本稿では分析の対象を売上高・経常利益・当期利益とする。仮説が支持されるならば、ディスクロージャー優良企業では実績が期初経営者予想を上回ると考えられ、符号は正となり、予測誤差の絶対値は相対的に小さくなると予想される。

分析2では、ディスクロージャー標準化点数と期初経営者予測誤差の関係を明らかにする。分析の方法は期初経営者予測誤差を被説明変数とする回帰式の推定により、ディスクロージャー標準化点数が高いほど期初経営者予測誤差がプラスであり、標準化点数が低いほどマイナスであることを明らかにする。この分析ではディスクロージャー優良・非優良企業に加え、普通の企業も分析の対象としている。しかし、モデルに投入した説明変数で欠損のあるサンプルを除外したため、ここでのサンプル数は1,063サンプルとなっている。推定に用いたモデルと説明変数を以下に示す。

$$\begin{aligned} \text{モデル1 : MFERR}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{SCORE}_{it} \\ & + \beta_2 \text{OFFER}_{it} + \beta_3 \text{PBR}_{it} + \beta_4 \text{MFERR}_{it-1} \\ & + \beta_5 \text{GROWTH}_{it-1} + \beta_6 \text{LOSS}_{it-1} \\ & + \beta_7 \text{YEAR}_{it} + \beta_8 \text{INDUST}_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

MFERR：経営者予測誤差（(実績－期初経営者予想)/時価総額<sup>11)</sup>。

SCORE：ディスクロージャー標準化点数。

OFFER：公募増資の有無を示す変数であり、増資を行っていれば1、そうでなければ0

とする。

PBR：株価純資産倍率。

GROWTH：売上高成長率（前期売上高 / 前々期売上高）。

LOSS：損失の有無を表す変数であり、当期利益が赤字であれば1、そうでなければ0とする。

YEAR：評価年度を示すダミー変数。

INDUST：業種を示すダミー変数<sup>12)</sup>。

ディスクロージャー評価の総合点が高い企業で期初経営者予測誤差がプラスの傾向があり、低い企業で期初経営者予測誤差がマイナスの傾向があるならば、SCOREの係数は正になると予想される<sup>13)</sup>。

なお、モデル1の被説明変数であるMFERRはSCORE以外の変数からも影響を受けると考えられる。そこで、先行研究をもとに経営者予想の楽観性と精度に影響があると予想されるものを選択し、それらをモデルに投入することでモデルのコントロールを行う。以下に、先行研究とともに説明変数の説明を行い符号の予想を示す。

公募増資の有無を表す変数（OFFER）について、Richardson et al. (2004) は公募増資を行う企業はネガティブ・サプライズを防ぐため達成可能な業績の水準にまでアナリスト予想を下方に誘導すると述べている。よって、公募増資を行う企業では予想が保守的もしくは悲観的であり、係数の符号は正になると考えられる。

株価純資産倍率（PBR）は、倒産確率の代理変数として用いられている。先行研究では財務状況の良くない会社のディスクロージャーの信頼性は低く（Frost (1997)）、予想は楽観的（Irani (2000), Koch (2002)）で、アナリストの信頼性に欠ける（Koch (2002)）ことが明らかになっている。また、Betker et al. (1999) は連邦破産法

11条申請企業の経営者予想は企業の再建に有利になる楽観的バイアスが存在すると述べている。このことから、PBRが低いほど予測誤差がマイナス方向に大きくなるため、符号は正になると予測される。

前期の経営者予測誤差（MFERR）について、Williams（1996）は過去の経営者予想の精度は当期の経営者予想の信頼性の指標となると報告している。また、Hirst et al.（1999）は、当期の経営者予想が公表されている場合、それ以前の経営者予想の精度が投資家の利益見通しに影響すると述べている。つまり、ある企業の予測誤差には一定のトレンドがあり、過去の予測誤差がプラスになる傾向があれば当期の予測誤差もプラスになる傾向がある。したがって、係数の符号は正と予想される<sup>14</sup>。

前期の売上高成長率（GROWTH）について、Matsumoto（2002）およびRichardson et al.（1999, 2004）は、成長企業はアナリストの期待を達成するためにアナリスト予想を下方に誘導するような予想を公表すると述べている。また、Choi and Ziebart（2004）は、成長企業は悲観的な予想を公表すると論じている。成長企業が悲観的な予想をするのであれば、成長率が高いほど予測誤差がプラス方向に大きくなると考えられ、係数の符号は正になると考えられる。

損失の有無（LOSS）について、Choi and Ziebart（2004）は、損失を計上している企業は翌期に楽観的な予想を公表する傾向にあると述べている。このことより、損失を計上している企業では予測誤差がマイナス方向に大きくなると考えられ、係数の符号は負になると予想する。

図表3に回帰式に用いた変数について記述統計量と相関係数を示す。パネルAは変数の記述統計量である。MFERRの平均値はディスクロージャー優良企業で-0.001とわずかなマイナスである

のに対し、非優良企業では-0.009とより大きなマイナスになっている。このことより、ディスクロージャー非優良企業は実績が期初経営者予想をより大きく下回っていたことがわかる。また、全サンプルにおけるMFERRの平均値はマイナスの値であり、期初経営者予想が楽観的な傾向があることが認められる。また、PBRの平均値はディスクロージャー優良企業で2.039、非優良企業で1.642となっており、優良企業が割高となっている。なお、本稿では主にディスクロージャー優良企業と非優良企業のグループの違いに着目していることから、以下の考察は優良企業と非優良企業について行い、普通のグループを参考として示す。

パネルBは各変数の相関係数を示している。説明変数の中で、相関が大きいものは前期のMFERRとLOSSであり、その相関係数は-0.521である。モデル1の推定に際して、多重共線性が懸念されるため、本稿ではモデル1から前期のMFERRを除外したモデル2、モデル1からLOSSを除外したモデル3も合わせて推定する。これらの推定結果に矛盾が生じなければ本検証は多重共線性について頑健であるといえる。

なお、分析に際し、外れ値が結果に与える影響を排除するために、ダミー変数以外の4つの変数であるSCORE、前期のMFERR、PBR、前期のGROWTHについて99.5パーセンタイル以上と0.5パーセンタイル以下のサンプルはそれぞれ99.5パーセンタイル、0.5パーセンタイルの値に置換して分析する。

検証2では、経営者予想の回数と修正幅についてディスクロージャー優良企業と非優良企業の比較を行い、仮説と整合的な有意差があるか否かを検証する。具体的には、ディスクロージャー優良企業は期中の修正回数が多く、修正幅が小幅で符号はプラスであることを示す。

業績修正回数の検証方法は、検証2のサンプル

図表3 変数の記述統計量と相関係数

パネルA 記述統計量		平均値	中央値	標準偏差	最大値	最小値	データ数
優良	MFERR <sub>t</sub>	-0.001	0.004	0.038	0.078	-0.280	319
	SCORE <sub>t</sub>	0.611	0.602	0.042	0.724	0.558	319
	OFFER <sub>t</sub>	0.103	0.000	0.305	1.000	0.000	319
	PBR <sub>t</sub>	2.039	1.807	1.073	6.992	0.488	319
	MFERR <sub>t-1</sub>	0.001	0.004	0.033	0.096	-0.268	319
	GROWTH <sub>t-1</sub>	1.061	1.049	0.110	1.887	0.720	319
	LOSS <sub>t</sub>	0.075	0.000	0.264	1.000	0.000	319
普通	MFERR <sub>t</sub>	-0.008	0.002	0.049	0.095	-0.280	426
	SCORE <sub>t</sub>	0.505	0.505	0.030	0.557	0.449	426
	OFFER <sub>t</sub>	0.085	0.000	0.278	1.000	0.000	426
	PBR <sub>t</sub>	1.669	1.426	0.880	6.992	0.377	426
	MFERR <sub>t-1</sub>	-0.008	0.001	0.043	0.096	-0.268	426
	GROWTH <sub>t-1</sub>	1.047	1.032	0.132	1.887	0.720	426
	LOSS <sub>t</sub>	0.138	0.000	0.346	1.000	0.000	426
非優良	MFERR <sub>t</sub>	-0.009	-0.001	0.040	0.095	-0.214	318
	SCORE <sub>t</sub>	0.383	0.395	0.050	0.449	0.250	318
	OFFER <sub>t</sub>	0.088	0.000	0.284	1.000	0.000	318
	PBR <sub>t</sub>	1.642	1.426	0.981	6.992	0.377	318
	MFERR <sub>t-1</sub>	-0.008	0.002	0.045	0.096	-0.268	318
	GROWTH <sub>t-1</sub>	1.046	1.022	0.122	1.887	0.720	318
	LOSS <sub>t</sub>	0.110	0.000	0.313	1.000	0.000	318
全サンプル	MFERR <sub>t</sub>	-0.006	0.002	0.044	0.095	-0.280	1,063
	SCORE <sub>t</sub>	0.500	0.505	0.097	0.724	0.250	1,063
	OFFER <sub>t</sub>	0.091	0.000	0.288	1.000	0.000	1,063
	PBR <sub>t</sub>	1.772	1.528	0.986	6.992	0.377	1,063
	MFERR <sub>t-1</sub>	-0.005	0.003	0.041	0.096	-0.268	1,063
	GROWTH <sub>t-1</sub>	1.051	1.034	0.123	1.887	0.720	1,063
	LOSS <sub>t</sub>	0.111	0.000	0.314	1.000	0.000	1,063

パネルB 変数の相関係数

	MFERR <sub>t</sub>	SCORE <sub>t</sub>	OFFER <sub>t</sub>	PBR <sub>t</sub>	MFERR <sub>t-1</sub>	GROWTH <sub>t-1</sub>	LOSS <sub>t</sub>
MFERR <sub>t</sub>	1.000						
SCORE <sub>t</sub>	0.086	1.000					
OFFER <sub>t</sub>	-0.079	0.018	1.000				
PBR <sub>t</sub>	0.171	0.130	0.164	1.000			
MFERR <sub>t-1</sub>	0.099	0.079	-0.054	0.132	1.000		
GROWTH <sub>t-1</sub>	-0.018	0.012	-0.008	0.154	0.307	1.000	
LOSS <sub>t</sub>	-0.020	-0.033	0.054	-0.113	-0.521	-0.203	1.000

注) SCOREはディスクロージャー標準化点数、OFFERは増資の有無を示す変数、PBRは株価純資産倍率、MFERRは経営者予測誤差、GROWTHは前期の売上高成長率、LOSSは損失の有無を表す。外れ値が結果に与える影響を排除するために、ダミー変数以外の4つの変数であるSCORE、前期のMFERR、PBR、前期のGROWTHについて99.5パーセンタイル以上と0.5パーセンタイル以下のサンプルはそれぞれ99.5パーセンタイル、0.5パーセンタイルの値に置換した上で分析を行っている。ここでは、MFERRは経常利益の予測誤差について示す。

について、標準化点数の上位30%をディスクロージャー優良企業、下位30%をディスクロージャー非優良企業、それ以外を普通の企業と定義し、3つのグループを作る。その上で、各グループの業績修正回数の平均値について、売上高の修正があ

った場合、経常利益の修正があった場合、当期利益の修正があった場合、上述のうちいずれか1つでも修正があった場合の4パターンについて示す。サンプルの各年度における業績修正回数については、期初に予想を公表した後、四半期決算や

適時開示等で期中に修正が行われた際に1回と数える。例えば、中間決算発表時と期中の適時開示でそれぞれ1回修正を行った場合、その年度の修正回数は2回になる。

業績修正幅の検証方法は、各グループの業績修正幅の平均値と中央値を示す。その際、業績修正幅は修正後会社予想から修正前会社予想を控除したものを決算月の時価総額で除して1回あたりの修正幅を算出し<sup>15)</sup>、その上で各サンプルの年平均修正幅を示す。合わせて修正幅の絶対値も示す。なお、検証1の実績と期初経営者予想の差について、ディスクロージャー優良企業の特徴を示した分析1と同様、本検証でも修正幅を上方修正か下方修正かの検証に、修正幅の絶対値を修正度合いの検証に用い、両者を峻別して考える。

仮説が正しければ、ディスクロージャー優良企業の期中の業績修正回数は多く、業績修正幅の符号は正（上方修正）で、修正幅の絶対値は相対的

に小さくなると予想する。結論を先にいえば、こうした仮説と整合的な結果が得られた。ただし、業績修正回数と業績修正幅は、ディスクロージャーの優劣以外にもさまざまな要因の影響を受けている可能性があるため、重回帰分析によって検証結果を補強する。

## 4. 実証結果

### 4.1. 検証1：ディスクロージャー優良・非優良企業の期初経営者予測誤差

図表4は分析1のディスクロージャー優良・非優良企業の期初経営者予測誤差の分析結果である。パネルAは各グループの予測誤差の平均値と中央値を示している。平均値については、ディスクロージャー優良企業および非優良企業は共にマイナスの値である。このことは実績が期初経営者予想を下回ったことを示している<sup>16)</sup>。しかし、

図表4 ディスクロージャー優良・非優良企業の期初経営者予測誤差

	優良		普通		非優良		t値	Z値
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値		
売上高	-1.53%	0.59%	-3.07%	0.29%	-10.03%	0.10%	-1.628	0.660
経常利益	-0.28%	0.35%	-0.82%	0.16%	-1.11%	-0.12%	-2.626***	4.233***
当期利益	-1.22%	0.09%	-1.54%	0.05%	-3.21%	-0.34%	-2.406**	3.411***

	優良		普通		非優良		カイ二乗
	プラス	マイナス	プラス	マイナス	プラス	マイナス	
売上高	207	158	251	235	187	177	1.882
経常利益	234	131	264	222	171	193	20.975***
当期利益	206	159	249	237	152	212	15.133***

	優良		普通		非優良		t値	Z値
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値		
売上高	7.98%	3.66%	10.68%	4.43%	18.78%	5.03%	2.101**	3.315***
経常利益	1.92%	0.93%	2.84%	1.27%	2.53%	1.16%	2.226**	2.177**
当期利益	2.17%	0.68%	2.55%	0.96%	4.07%	0.94%	2.342**	3.162***

注) t値はt検定、Z値はウィルコクソン検定、カイ二乗はカイ二乗検定の結果を示す。カイ二乗はディスクロージャー優良・非優良と修正幅の符号について独立性の検定を行ったものである。また\*\*\*は1%水準で、\*\*は5%水準で、それぞれ有意であることを意味する。

マイナス幅はディスクロージャー優良企業でより小さくなっており、実績が予想を下回った場合でもディスクロージャー優良企業のバッド・ニュースの度合いは小さいといえる。中央値を見ると、ディスクロージャー優良企業では売上高・経常利益・当期利益の全てで符号が正となっている。このことから半数以上の企業で実績が期初の経営者予想を上回っていることがわかる。これに対して、ディスクロージャー非優良企業は経常利益と当期利益の符号が負であり、実績が期初経営者予想を下回っている。例えば、経常利益で比較すると、優良企業は0.35%、非優良企業は-0.12%となっており、両者の間には有意な差がある。また、当期利益も同様の傾向である。以上より、ディスクロージャー優良企業は実績が期初経営者予想を上回る傾向があり、反対に非優良企業は実績が期初経営者予想を下回る傾向があるといえる。

パネルBは、各グループの予測誤差がプラスとマイナスのサンプル数を示したものである。ディスクロージャー優良企業は売上高・経常利益・当期利益の全てで経営者予測誤差がプラスの企業が過半を占めており、実績が期初経営者予想を上回る企業が多いことがわかる。他方、ディスクロージャー非優良企業は、売上高では期初経営者予測誤差がプラスの企業が過半を占めているものの、経常利益と当期利益では期初経営者予測誤差がマイナスになる企業が多く、実績が期初経営者予想を下回る企業が多い。なお、ディスクロージャーが優良であるグループと非優良であるグループ、修正幅がプラスのグループとマイナスグループについて独立性の検定であるカイ二乗検定を行った結果からは、経常利益と当期利益について有意な差が確認されている。以降の分析でも同様の傾向が見られるが、売上高は統計的な有意性が認め難い。理由として、ディスクロージャーが優良であるか非優良であるかに関わらず、売上高の予想は

利益の予想に比べ重要性が低く、ディスクロージャー優良企業でも利益ほど売上高の予想を重視していない可能性がありうる。

パネルCは、各グループの予測誤差の絶対値の平均値と中央値を示している。平均値・中央値ともに全ての項目でディスクロージャー優良企業が有意に小さい値になっている。例えば、経常利益の平均値は優良企業が1.92%、非優良企業が2.53%、中央値は優良企業が0.93%、非優良企業が1.16%であり、優良企業のほうが小さい。こうした傾向は売上高、当期利益についても確認できる。つまり、ディスクロージャー優良企業では非優良企業に比べ期初経営者予想と実績の乖離が小さいといえる<sup>17)</sup>。

次に、図表5は分析2のMFERRを被説明変数とした重回帰モデルの推定結果を示している。分析の結果、SCOREの係数は経常利益・当期利益のモデル1から3の全てで有意なプラスとなり、一部で10%水準とやや弱いものもあるが、概ね仮説と整合的な結論を得られた。このことより、ディスクロージャー標準化点数が高いほど経営者予測誤差がプラスになり、一方、点数が低いほど経営者予測誤差がマイナスになる傾向があるといえる。なお、売上高については、他の分析と同様に有意な結果は得られていない。

他の係数を見ると、OFFERがマイナスであり、公募増資を行う企業では予想が保守的もしくは悲観的になるという仮説と反対の結果となった。これについて、Kato et al. (2009)は、日本ではリーガルコストが低いいため経営者予想が楽観的になる傾向があると論じている。こうした背景が影響して、欧米とは異なり日本の場合は増資を行う際の経営者予想が楽観的になっている可能性がある。前期のMFERRは全てのモデルで係数がプラスになり予測誤差は1期前の経営者予測誤差と正の関係があると示された。

図表5 経営者予測誤差を被説明変数にした重回帰モデルの結果

パネルA 被説明変数=売上高の予測誤差		Intercept	SCORE <sub>t</sub>	OFFER <sub>t</sub>	PBR <sub>t</sub>	MFERR <sub>t-1</sub>	GROWTH <sub>t-1</sub>	LOSS <sub>t</sub>	Adj.R <sup>2</sup>
モデル1	係数	-0.189	0.017	-0.015	0.011	0.547	0.092	0.002	0.135
	t値	-3.343***	0.401	-1.03	2.364**	4.366***	2.435**	0.141	
モデル2	係数	-0.238	0.030	-0.017	0.012	0.128	0.128	-0.030	0.120
	t値	-4.238***	0.694	-1.176	2.607***		3.449***	-2.179**	
モデル3	係数	-0.189	0.017	-0.015	0.011	0.539	0.092		0.135
	t値	-3.345***	0.402	-1.024	2.36**	4.888***	2.435**		

  

パネルB 被説明変数=経常利益の予測誤差		Intercept	SCORE <sub>t</sub>	OFFER <sub>t</sub>	PBR <sub>t</sub>	MFERR <sub>t-1</sub>	GROWTH <sub>t-1</sub>	LOSS <sub>t</sub>	Adj.R <sup>2</sup>
モデル1	係数	-0.035	0.024	-0.013	0.008	0.122	0.003	0.008	0.183
	t値	-2.071**	1.867*	-2.971***	5.48***	3.277***	0.307	1.756*	
モデル2	係数	-0.046	0.027	-0.013	0.008		0.012	0.001	0.176
	t値	-2.749***	2.085**	-3.075***	5.66***		1.048	0.224	
モデル3	係数	-0.035	0.024	-0.013	0.008	0.091	0.003		0.182
	t値	-2.069**	1.885*	-2.874***	5.38***	2.773***	0.301		

  

パネルC 被説明変数=当期利益の予測誤差		Intercept	SCORE <sub>t</sub>	OFFER <sub>t</sub>	PBR <sub>t</sub>	MFERR <sub>t-1</sub>	GROWTH <sub>t-1</sub>	LOSS <sub>t</sub>	Adj.R <sup>2</sup>
モデル1	係数	-0.028	0.045	-0.021	0.008	0.401	0.007	0.003	0.213
	t値	-1.208	2.536**	-3.448***	4.322***	7.826***	0.426	0.514	
モデル2	係数	-0.063	0.054	-0.022	0.009		0.033	-0.021	0.167
	t値	-2.708***	2.992***	-3.625***	4.666***		2.137**	-3.543***	
モデル3	係数	-0.028	0.045	-0.021	0.008	0.389	0.007		0.213
	t値	-1.208	2.543**	-3.426***	4.301***	8.621***	0.424		

注) モデル1:  $MFERR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{it} + \beta_2 OFFER_{it} + \beta_3 PBR_{it} + \beta_4 MFERR_{it-1} + \beta_5 GROWTH_{it-1} + \beta_6 LOSS_{it-1} + \beta_7 YEAR_{it} + \beta_8 INDUST_{it} + \varepsilon$

モデル2:  $MFERR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{it} + \beta_2 OFFER_{it} + \beta_3 PBR_{it} + \beta_4 GROWTH_{it-1} + \beta_5 LOSS_{it-1} + \beta_6 YEAR_{it} + \beta_7 INDUST_{it} + \varepsilon$

モデル3:  $MFERR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{it} + \beta_2 OFFER_{it} + \beta_3 PBR_{it} + \beta_4 MFERR_{it-1} + \beta_5 GROWTH_{it-1} + \beta_6 YEAR_{it} + \beta_7 INDUST_{it} + \varepsilon$

t値はt検定の結果を示す。\*\*\* 1%水準で、\*\* 5%水準で、\*10%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

モデルではYEARダミーと業種ダミーを説明変数に加えているが、分析結果でダミー変数の結果は省略している。

検証1の分析結果を総括すると、実績と期初経営者予想との差についてディスクロージャー優良企業の特徴を示した分析1ではディスクロージャー優良企業は実績が期初経営者予想を上回る企業が多く、期初経営者予想を下回る場合でもその幅は小さく、予測誤差の絶対値が相対的に小さいことが示された。このことは、ディスクロージャー優良企業の期初経営者予想は保守的であるという仮説と整合的である。また、過度に保守的な経営者予想は投資家の期待を低下させるが、適度に保守的な会社予想は後の上方修正余地を残すため投

資家の期待を上げることに利用できることを指摘しておく。

他方で、ディスクロージャー非優良企業は優良企業と対照的に、期初経営者予想は楽観的で、実績が期初の経営者予想を下回る企業が多く、予測誤差の絶対値も大きいことが明らかになった。これは、投資家の期待と予想に対する信頼性を損なうものであり、大幅な株価下落および情報リスクの増大による資本コストの上昇、株価低迷の原因になりうると考えられる。

また、ディスクロージャー評価の総合点と期初

経営者予測誤差の関係を明らかにした分析 2 では、ディスクロージャー標準化点数が高いほど期初経営者予測誤差はプラス、点数が低いほど期初予測誤差がマイナスの傾向にあることが確認できた。このことはディスクロージャーの評価が高い企業ほど期初経営者予想は保守的であることを示しており、仮説を支持するものである。

#### 4.2. 検証 2：ディスクロージャー優良・非優良企業における期中の業績修正行動

図表 6 は業績修正回数についての分析結果である。これによると、売上高・経常利益・当期利益の修正があった場合と上述のうちいずれか 1 つでも修正があった場合の全てでディスクロージャー優良・非優良ともに 1.24~1.65 回のレンジに収まっている。いずれの場合もディスクロージャー優良企業のほうが非優良企業より修正回数が多いが、その差に統計的な有意性は認められない。優良企業は非優良企業に比べて業績修正回数が多いと予想していたが、業績修正回数に関してはディスクロージャー優良企業と非優良との間で有意な差はないといえる。

その背景を検討するにあたり、業績修正回数 1.24~1.65 回に注目したい。年間 1.24~1.65 回という数字は、平均的な会社で期初に経営者予想を公表したのち年 1~2 回の修正が行われていることを意味し、それほど多い回数ではない。これは、ディスクロージャー優良企業は期初予想がある程

度正確なため業績見通しに変更がないか、期初から正確な予想を公表しているため、修正の余地が限定されていることが要因かもしれない。他方、ディスクロージャー非優良企業でこのような数字となっているのは、業績修正の必要性があってもタイムリーに修正を行わないため修正回数が少なくなっていると考えられる。このような姿勢は情報リスクの上昇、資本コストの上昇要因になると考えられる。

次に、図表 7 に期中の経営者予想の修正幅を示す。パネル A は各グループの修正幅の平均値・中央値である。平均値を見ると、ディスクロージャー優良企業は売上高が 0.50%、経常利益が 0.02%、当期利益が -0.50% となっている。当期利益のマイナスは、期初経営者予想に期中に発生する特別損益の影響が考慮されていない結果生じる現象と考えられるが、この影響がない売上高と経常利益を見ると符号は正で上方修正が行われていることがわかる。他方、ディスクロージャー非優良企業の平均値は売上高が -0.14%、経常利益が -0.56%、当期利益が -1.13% であり、符号は全て負で下方修正が行われている。

中央値では、ディスクロージャー優良企業は売上高が 0.71%、経常利益が 0.25%、当期利益が 0.14% であり、全ての値がプラスである。このことより、過半数の企業で上方修正が行われていることがわかる。一方、ディスクロージャー非優良企業は売上高が 0.50%、経常利益が -0.20%、当

図表 6 ディスクロージャー優良・非優良企業の経営者予想修正回数

	優良	普通	非優良	t 値	Z 値	カイ二乗
売上高	1.33	1.34	1.26	-0.931	1.001	1.208
経常利益	1.29	1.34	1.24	-0.528	0.552	0.034
当期利益	1.36	1.34	1.34	-0.234	0.089	0.073
いずれか	1.65	1.64	1.54	-1.277	1.208	0.497
サンプル数	258	344	258			

注) t 値は t 検定、Z 値はウィルコクソン検定、カイ二乗はカイ二乗検定の結果を示す。カイ二乗はディスクロージャー優良・非優良と 2 回以上であったサンプルと 2 回未満であったサンプルについて独立性の検定を行ったものである。

図表7 ディスクロージャー優良・非優良企業の期中の経営者予想修正幅

	優良		普通		非優良		t値	Z値	カイ二乗
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値			
売上高	0.50%	0.71%	-0.08%	0.50%	-0.14%	0.50%	-0.732	1.213	5.098**
経常利益	0.02%	0.25%	-0.23%	0.21%	-0.56%	-0.20%	-2.841***	3.924***	21.584***
当期利益	-0.50%	0.14%	-0.58%	0.10%	-1.13%	-0.24%	-1.632	3.210***	14.063***

	優良		普通		非優良		t値	Z値
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値		
売上高	3.55%	1.87%	5.37%	2.86%	6.09%	3.04%	3.541***	4.098***
経常利益	0.91%	0.56%	1.46%	0.74%	1.52%	0.88%	3.658***	3.735***
当期利益	1.16%	0.46%	1.16%	0.52%	1.69%	0.62%	1.429	3.288***

		Intercept	SCORE <sub>it</sub>	OFFER <sub>it</sub>	PBR <sub>it</sub>	MFERR <sub>it-1</sub>	GROWTH <sub>it-1</sub>	LOSS <sub>it</sub>	Adj.R <sup>2</sup>
		係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	
売上高	係数	-0.257	-0.030	-0.018	0.013	0.331	0.072	-0.041	0.102
	t値	-4.155***	-0.658	-1.129	2.148**	2.449**	1.695*	-2.232**	
経常利益	係数	-0.056	0.024	-0.011	0.007	0.153	-0.006	0.001	0.110
	t値	-3.213***	1.886*	-2.432**	4.337***	4.037***	-0.482	0.162	
当期利益	係数	-0.029	0.020	-0.018	0.008	0.355	-0.006	-0.002	0.177
	t値	-1.267	1.158	-3.169***	3.755***	7.107***	-0.406	-0.367	

注) パネルCの分析に用いた重回帰モデルは以下のとおりである。

$$CMF_{it} = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{it} + \beta_2 OFFER_{it} + \beta_3 PBR_{it} + \beta_4 MFERR_{it-1} + \beta_5 GROWTH_{it-1} + \beta_6 LOSS_{it-1} + \beta_7 YEAR_{it} + \beta_8 INDUST_{it} + \varepsilon$$

CMF = (修正後経営者予想 - 修正前経営者予想) / 時価総額

ここで、CMFは売上高・経常利益・当期利益について分析を行っている。

t値はt検定、Z値はウィルコクソン検定、カイ二乗はカイ二乗検定の結果を示す。カイ二乗はディスクロージャー優良・非優良と修正幅の符号について独立性の検定を行ったものである。また\*\*\*は1%水準で、\*\*は5%水準で、\*は10%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

期利益が-0.24%となっている。売上高の符号のみ正で上方修正となっているが、経常利益・当期利益では符号が負であり、過半数の企業が下方修正を行っている。このことより、ディスクロージャー優良企業は期中に上方修正を、非優良企業は期中に下方修正を行う傾向があることがわかる。なお、これらの結果について、ディスクロージャーが優良であるグループと非優良であるグループ、上方修正か下方修正かのグループについて独立性の検定であるカイ二乗検定を行った。結果は、売上、経常利益、当期利益の全てについて有意な差があることが確認された。

パネルBは各グループの期中の経営者予想修正幅の絶対値について平均値・中央値を示してい

る。平均値・中央値ともにいずれの項目でもディスクロージャー優良企業のほうが小さい。このことは、ディスクロージャー優良企業は非優良企業に比べて小幅な修正を行う傾向があることを示している。

なお、期初経営者予想の楽観性や精度が業績や過去の予測精度の影響を受けたように、期中の経営者予想修正幅やその絶対値についてもほかの要因の影響を受けている可能性が考えられる。そこで、検証結果を補強する分析として、期中の経営者予想修正幅(CMF)を被説明変数にした回帰式により予想修正幅とディスクロージャーの優良度合いについて分析を行う。なお、期初経営者予想の分析同様、説明変数には検証1の分析2、期

初予測誤差を被説明変数とした回帰式の分析で用いた説明変数 (SCORE, OFFER, PBR, 前期のMFERR, 前期のGROWTH, LOSS, YEARダミー、業種ダミー) を用いる。結果をパネルCに示す。結果は経常利益で10%水準とやや弱いもののSCOREの有意性が確認された。パネルA、Bで有意となった当期利益についてはこの分析からは有意性を確認できなかったが、当期利益が特別損益を控除した後の利益であることから外れ値が結果に影響している可能性も考えられる。

以上を総括すると、予想修正回数についてはディスクロージャー優良企業と非優良企業の間有意な差は確認されなかった。ディスクロージャー優良企業は頻繁に予想情報を更新することで情報の非対称性の改善に努めていると考えていたが、修正の回数は優良と非優良間に有意な差はないようである。しかし、修正幅の検証では、特別損益控除前の経常利益の段階で優良企業の1回当たりの予想修正幅はプラスでその幅は相対的に小さくなっていることが明らかになった。これはディスクロージャー優良企業が期中に小幅上方修正を行っている事を示しており、修正幅については仮説と整合的な結果が得られた。株価はグッド・ニュースにプラスの反応を示し (Brown et al. (1987))、アナリストは経営者予想を受けて予想を見直す傾向がある (Hassell et al. (1988)) ことから、このような経営者予想の修正は投資家の期待や株価を上方にシフトさせる効果があると考えられる。このことから、ディスクロージャー優良企業は期中に小幅上方修正を行うことで投資家の期待を上方に誘導するような経営者予想のマネジメントに成功していると考えられる。

他方、ディスクロージャー非優良企業は期中に下方修正を行っており、修正幅の絶対値は相対的に大きいことが明らかになった。このことはディスクロージャーの信頼性を低下させると同時に、

投資家の期待を下げる要因になり得る。また、両者の違いは翌期以降のディスクロージャー評価や株式市場での評価にも大きく影響している可能性がある。

#### 4.3. 追加分析：期末経営者予測誤差とディスクロージャー優良・非優良企業の関係

ここまでは、期初の経営者予想と期中における経営者予想の修正について検証を行った。最後に、決算直前の経営者予想を用いて、期末経営者予測誤差の分析を行い、ディスクロージャー優良企業と非優良企業において期初と期末でどのような違いがあるかを明らかにする。

先行研究で決算時にポジティブ・サプライズが広範囲に渡って認められていることから、期末時点の予想は達成可能な保守的な数字になっていると予想され、誤差はプラスになっていると考えられる。また、期中の修正 (優良企業の小幅上方修正と非優良企業の大幅下方修正) により、両グループの実績との差は共に小さくなっていると考えられるため、期末時点では両グループに差がないと予想する。なお、期初経営者予測誤差の代わりに用いた期末経営者予測誤差は、実績から期末の経営者予想をマイナスしたものを決算月の時価総額で割って算出する<sup>18)</sup>。本分析のサンプルは検証1の実績と期初経営者予想との差についてディスクロージャー優良企業の特徴を示した分析1に使用したサンプルのうち、期末の経営者予想を把握できる2003年3月以降に決算発表を行った企業に限定している。そのため、サンプル数は860となっている。

分析結果を図表8に示す。パネルAはディスクロージャー優良・非優良企業ごとに期末経営者予測誤差の平均値・中央値を示している。期初との比較においては、平均値はディスクロージャー優良・非優良企業ともに期初マイナスであったが

図表8 ディスクロージャー優良・非優良企業の期末経営者予想誤差

	優良		普通		非優良		t値	Z値
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値		
売上高	0.26%	0.28%	0.45%	0.41%	1.71%	0.62%	2.062**	1.544
経常利益	0.31%	0.25%	0.25%	0.19%	0.34%	0.30%	0.291	0.7916
当期利益	0.05%	0.10%	-0.08%	0.12%	-0.08%	0.08%	-1.126	0.994

	優良		普通		非優良		カイ二乗
	プラス	マイナス	プラス	マイナス	プラス	マイナス	
売上高	165	93	215	129	161	97	0.075
経常利益	197	61	238	106	185	73	1.220
当期利益	185	73	233	111	162	96	4.259**

注) t値は平均の差の検定であるt検定の検定統計量、z値は独立な2組の標本の有意差を検定するWilcoxon検定のz統計量、カイ二乗は独立性の検定であるカイ二乗検定の検定統計量を示す。カイ二乗はディスクロージャー優良・非優良と修正幅の符号について独立性の検定を行ったものである。また\*\*は5%水準で有意であることを意味する。

期末にはプラスに転じている。また、中央値は、優良企業では期初・期末共に符号がプラスである点では変わらないが、非優良企業では期末時点で経常利益の符号がプラスに転じている。決算直前の経営者予測誤差の符号がプラスになるのは、実績が経営者予想を上回るポジティブ・サプライズであったことを示しておりDownen (1996)、Hwang et al. (1996)、Degeorge et al. (1999)の結果とも整合的である。

なお、パネルAでディスクロージャー非優良企業の当期利益の平均値がマイナスになっているのは、期末時点でも特別損益の把握ができていない、もしくは把握しながら経営者予想を修正しない企業が存在するからであると推測される。このようなディスクロージャーに対する姿勢は投資家の期待値を下げるだけでなく、投資家の信頼性を損なうことに他ならない。このことから、ディスクロージャー非優良企業では、経営者予想を用いた投資家の期待コントロールができていないことがわかる。

またパネルAとBを見ると、ディスクロージャー優良企業と非優良企業で、多くの場合、期末時点の予測誤差は平均値・中央値ともに統計的に有

意な差は確認されない。その背景には、検証2で確認された期中の修正行動（ディスクロージャー優良企業では小幅上方修正、非優良企業では大幅下方修正）により、経営者予想が実績に近い値に修正されたため違いが見られなくなったと考えられ、仮説と整合的な結論を得られた。

追加分析では期末時点の経営者予測誤差について、ディスクロージャー優良・非優良企業の傾向を示した。分析の結果から、両グループともに期末には実績が期末経営者予想を上回る傾向があることが分かった。また、期末には期中の業績修正によりディスクロージャー優良・非優良企業間で経営者予測誤差に有意な差が消滅することも明らかになった。ここで重要なことはディスクロージャー優良企業の経営者予想は期初から予測誤差が小さく実績が予想を上回る保守的な数字になっており、コントロールが効いている点である。繰り返しになるが、このような予想は投資家に信頼感を与え、ディスクロージャーの質に対する評価を高め、情報リスクの低減、資本コストの低下、株価の上昇につながる。他方で、ディスクロージャー非優良企業では期末時点になっても経営者予想をコントロールできておらず、信頼性の低い経営

者予想を公表している企業があることも明らかとなった。このような企業ではディスクロージャーに対する投資家の信頼性は低く、情報リスクが高くなる結果、資本コストも高くなり、ディスクロージャーを行っても情報リスクが解消されず株価が低迷する可能性がある。

## 5. まとめ

本稿は、日本証券アナリスト協会のディスクロージャー評価の対象企業を分析の対象とし、ディスクロージャー優良企業の期初経営者予想は保守的であり、期中に小幅上方修正を行っていることを示す実証分析を提示した。

期初の経営者予想を保守的に公表し期中に上方修正を行うことは、投資家の期待を上方に誘導することにつながる。このことから、ディスクロージャー優良企業は経営者予想の公表と修正を利用して投資家の予期せぬ期待が生じるのを防ぐと同時に、徐々に期待を上方に誘導するような投資家の期待マネジメントを行っていると考えられる。株価や投資家を意識した企業であればこうした行動をとるインセンティブがあると考えられるが、特にディスクロージャー優良企業がこうした行動に成功している背景には、予想精度の高さがあると考えられる。

また、分析からディスクロージャー非優良企業では、優良企業と対蹠的な経営者の公表と修正が行われていることも明らかになった。ディスクロージャー非優良企業では、実績は期初経営者予想を下回る傾向があり、期中に大幅下方修正を行う傾向にある。このことは投資家の期待を下げただけでなく予想の信頼性を損なうものであり、ディスクロージャー非優良企業では投資家の期待コントロールに課題が多いことが明らかになった。

本稿で確認されたディスクロージャー優良企業

が行っている経営者予想のマネジメントは、経営者予想と決算実績の双方を期初から正確に把握し、コントロールする必要があるため全ての企業で実現可能ではない可能性がある。しかし、ディスクロージャーに優れた企業では経営者予想の公表を通じて予期せぬ期待が起こるのを最小限にとどめるだけでなく、さらに進んで投資家の期待を徐々に上方へ誘導するようなディスクロージャーを行っていることが明らかになったことは重要な発見である。ディスクロージャーに優れた企業による投資家の期待マネジメントは、継続的かつ安定的な株価成長を実現する上でも重要であると考えられ、こうした論点については今後も引き続き検討していきたい。

### 《注》

- 1) 日本市場における期待コントロールについては野間 (2008) を参照。
- 2) 予想の楽観性には、企業の財務内容、所属産業、上場市場、企業の収益率、資金調達必要性、その時代の経済状況などが関連している。例えば、所属産業に関して、McDonald (1973), Basi et al. (1976), Jaggi (1978), Porter (1982) は企業の所属産業と予想誤差の関連を調査し、規制産業に属する公益企業の経営者予想は過度に儲けている印象を避けるため非公益企業より精度が高く悲観的であると述べている。上場市場に関してはBasi et al.(1976), Jaggi(1980), Choi and Ziebart (2004) などの研究があり、Basi et al. (1976) はNYSE上場企業の利益予想はAMEX上場企業よりも精度が高く悲観的と報告している。
- 3) この点について、Matsumoto (2002) は、経営者は決算時のネガティブ・サプライズが事前の予想修正より影響が大きいと考えていると述べている。
- 4) 経営者の自主開示の動機を論じた自主開示理論 (voluntary disclosure theory) では、経営者は取締役や株主に対する説明責任があり、業績や株価の低迷による解雇のリスクがあるためにディスクロージャーを行うとされる。実証結果からはWarner et al. (1988), Weisbach (1988) が、CEOの交代は低調な株価パフォーマンスに関連していると述べ、DeAngelo (1988) は、取締役採択に反対した投資家はその理由に株価低迷・業績低迷を指摘していると報告している。また直接金融を頻繁に行う企業ほど経営者は予想を積極的に公表するという実証結果もあり、Healy et al. (1999) などがディスクロージャーが改善した会社で資金調達が行われたことを確認している。

- 5) 米国会計基準採用企業、特別損益が確定していない等の理由から当期利益予想を行わない場合など。
- 6) 商社の売上高は経営者予想が総額表示で公表されることから総額表示を採用する。
- 7) 本稿の分析対象外ではあるが、2005年度からは従来の業種別の評価に加えて、新興市場上場企業の評価も行っている。
- 8) ディスクロージャー標準化点数 $j = |50 + 10(\text{総合評価点}_j - \text{平均値}_{sj}) / \text{標準偏差}_{sj}| / 100$ 。ただし、 $j$ はサンプル企業、 $s$ は業種、 $y$ は年度を表す。100で割っているのは他の変数と位を合わせるためである。
- 9) なお、米国のディスクロージャーに関する研究ではAIMR (Association of Investment Management and Research) が毎年行っているCorporate Information Committee Reportのディスクロージャー評価を用いることが多い。代表的なものに、Welker (1995) とHeflin et al. (2005) のディスクロージャー評価とビット・アスク・スプレッドの分析、Botosan and Plumlee (2002) のディスクロージャー評価と資本コストの分析、Lang and Lundholm (1996) のディスクロージャー評価とアナリストの利益予測についての分析などがある。またHealy et al. (1999) はディスクロージャーが大幅に改善した企業を検証し、これらの企業ではディスクロージャー改善後に株式リターンが増加し、機関投資家比率が増え、ビット・アスク・スプレッドが小さくなったと報告している。
- 10) 期初経営者予測誤差 = (実績 - 期初経営者予想) / 時価総額。ただし、時価総額は決算月のものを用いる。
- 11) ただし、時価総額は決算月のものを利用する。PBRについても同様。
- 12) 東証業種大分類のうち金融とサンプルに含まれてない鉱業は除く。本稿はサンプル数が多くないため、東証業種大分類を用いる。大分類は、10業種であるが、本稿がサンプルから除外している金融と、サンプルに含まれていない鉱業は除くので、サンプルに含まれる業種は8業種である。
- 13) 日本における経営者予想の予測誤差に関する要因分析では、Ota (2006) が同様に先行研究をもとにした説明変数で回帰モデルを作成したのものがある。
- 14) 2期前の経営者予測誤差も説明変数に投入し分析を行ったが、有意とならなかったため説明変数より除外した。
- 15) 期中の経営者予想修正幅 = (修正後経営者予想 - 修正前経営者予想) / 時価総額。ただし、時価総額は決算月の時価総額を利用。
- 16) ディスクロージャー非優良企業の売上高の予測誤差がマイナス方向に大きくなっているのは、商社の売上高が総額表示となっていることが大きく影響している。これは、売上高で総額表示を採用すると分母(時価総額)に対し分子(実績 - 期初経営者予想)が大きくなるためである。
- 17) ディスクロージャーが優良であるかの基準として、上位30%を優良、中位40%を普通、下位30%を非優良と定義したが、結果の頑健性を確認するために、パネルAに示した予測誤差について、①上位20%を優良、中位60%を普通、下位20%を非優良とした場合、②上位40%を優良、中位20%を普通、

下位40%を非優良とした場合についても分析を行った。結果は、上下30%を優良/非優良と定義した場合と同じであり、このことから結果の頑健性は保たれていると考えられる。

- 18) 期末経営者予測誤差 = (実績 - 期末経営者予想) / 時価総額。ただし、時価総額は決算月のものを利用した。

《参考文献》

- Ajinkya, B., Gift, M., 1984. Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations. *Journal of Accounting Research* 22, 425-444.
- Basi, B., Carey, K., Twark, R., 1976. A comparison of the accuracy of corporate and security analysts' forecasts of earnings. *The Accounting Review* 51, 244-243.
- Betker, B., Ferris, S., Lawless, M., 1999. Warm with sunny skies: Disclosure statement forecasts. *American Bankruptcy Law Journal* 73, 809-835.
- Botosan, C. A., Plumlee, M. A., 2002. A re-examination of disclosure level and expected cost of capital. *Journal of Accounting Research* 40, 21-40.
- Brown, L. D., 2001. A temporal analysis of earnings surprises: Profits versus losses. *Journal of Accounting Research* 39, 221-241.
- Brown, L. D., Griffin, P., Hagermana, R., Zmijewski, M., 1987. An evaluation of alternative proxies for the market's assessment of unexpected earnings. *Journal of Accounting and Economics* 9, 159-194.
- Burgstahler, D., Eams, M., 2001. Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. Working paper, University of Washington and Santa Clara University.
- Choi, J., Ziebart, D., 2004. Management earnings forecasts and the market's reaction to predicted bias in the forecast. *Asia Pacific Journal of Accounting and Economics* 11, 167-192.
- Coller, M., Yohn, T., 1997. Management forecast and information asymmetry: An examination of bid-ask spreads. *Journal of Accounting Research* 35, 181-191.
- DeAngelo, L., 1988. Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests. *Journal of Accounting and Economics* 10, 3-37.
- DeGeorge, F., Patel, J., Zeckhauser, R., 1999. Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business* 72, 1-33.
- Downen, R. J., 1996. Analyst reaction to negative earnings for large well-known firms. *Journal of Portfolio Management* 23, 49-55.
- Frankel, R., McNichols, M., Wilson, G. P., 1995. Discretionary disclosure and external financing. *The Accounting Review*

- 70, 135-150.
- Frost, C. A., 1997. Disclosure policy choices of UK firms receiving modified audit reports. *Journal of Accounting and Economics* 23, 163-188.
- 後藤雅敏, 1997. 『会計と予測情報』, 第4版, 中央経済社.
- 後藤雅敏, 桜井久勝, 1993. 「利益予測の改訂情報とインサイダー取引規制」『企業会計』第45巻第9号, 127-132.
- 河榮徳, 1994. 「ファイリング制度の実証分析—業績予想修正の情報効果—」『企業会計』第46巻第6号, 83-92.
- 河榮徳, 1998. 「業績予想の修正と資本市場の反応」『早稲田商学』第377号, 63-89.
- Hassell, J., Jennings, R., Lasser, D., 1988. Management earnings forecasts: Their usefulness as a source of firm-specific information to security analysts. *The Journal of Financial Research* 11, 303-320.
- Healy, P., Hutton, A., Palepu, K., 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16, 485-520.
- Healy, P., Palepu, K., 1988. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics* 21, 149-175.
- Healy, P. Palepu, K., 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31, 405-440.
- Heflin, F., Shaw, K. W., Wild, J. J., 2005. Disclosure quality and market liquidity: Impact of depth quotes and order sizes. *Contemporary Accounting Research* 22, 829-865.
- Hirst, E., Koonce, L., Miller, J., 1999. The joint effect of management's prior forecast accuracy and the form of its financial forecasts on investor judgment. *Journal of Accounting Research* 37, 101-124.
- Hwang, L., Jan, C., Basu, S., 1996. Loss firms and analysts' earnings forecast errors. *Journal of Financial Statement Analysis* 1, 18-30.
- Irani, A., 2000. Determinants of bias in management earnings forecasts. *Accounting Enquiries* 10, 33-86.
- Jaggi, B., 1978. A note on the information content of corporate annual earnings forecasts. *The Accounting Review* 53, 961-67.
- Jaggi, B., 1980. Further evidence on the accuracy of management forecasts vis-à-vis analysts' forecasts. *The Accounting Review* 55, 96-101.
- Kato, K., Skinner, D., Kunimura, M., 2009. Management forecast in Japan: An empirical study of forecasts that are effectively mandated. *The Accounting Review* 84, 1575-1606.
- Koch, A., 2002. Financial distress and the credibility of management earnings forecasts. Working Paper, Carnegie Mellon University.
- Lang, M., Lundholm, R., 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review* 71, 467-493.
- Matsumoto, D., 2002. Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review* 77, 483-514.
- McDonald, C., 1973., An empirical examination of the reliability of published predictions of future earnings. *The Accounting Review* 48, 502-510.
- Milgrom, P., 1981. Good news and bad news: Representation theorems and applications. *The Bell Journal of Economics* 12, 280-291.
- 野間幹晴, 2008. 「経営者予想とアナリスト予想—期待マネジメントとハーディング」『企業会計』第60巻第5号, 116-112.
- Ota, K., 2006. Determinants of bias in management earnings forecasts: Empirical evidence from Japan. Gregoriou N., Gaber, M., *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*. Elsevier Press, Burlington. 267-294.
- Piotroski, J., 1999. Discretionary segment reporting decisions and the precision of investor beliefs. Working paper, University of Chicago.
- Porter, G., 1982. Determinants of the accuracy of management forecasts of earnings. *Review of Business and Economic Research* 17, 1-13.
- Pownall, G., Waymire, G., 1989. Voluntary disclosure credibility and securities prices: Evidence from management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 27, 227-246.
- Richardson, S., Teoh, S., Wysocki, P., 1999. Tracking analysts' forecasts over the annual earnings horizon: Are analysts' forecasts optimistic or pessimistic? Working paper, University of Michigan.
- Richardson, S., Teoh, S., Wysocki, P., 2004. The walkdown to beatable analyst forecasts: The role of equity issuance and insider trading incentives. *Contemporary Accounting Research* 21, 885-924.
- 桜井久勝, 後藤雅敏, 1992. 「利益予測改訂情報に対する株価の反応—インサイダー取引規制の実証分析—」『会計』第141巻第6号, 43-57.
- Skinner, D., Sloan, R. G., 2002. Earnings surprises, growth expectations and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies* 7, 289-312.
- Soffer, L. C., Thiagarajana, S. R., Walther, B. R., 2000. Earnings preannouncement strategies. *Review of Accounting Studies* 5, 5-26.
- Warner, J., Watts, R., Wruck, K., 1988. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics* 20, 461-493.
- Waymire, G., 1984. Additional evidence on the information

- content of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 22, 703-719.
- Weisbach, M., 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20, 431-461.
- Welker, M., 1995. Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research* 11, 801-828.
- Williams, P., 1996. The relation between a prior earnings forecast by management and analyst response to a current management forecast. *The Accounting Review* 71, 103-115.