

令和元年6月13日現在

機関番号：32682

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2018

課題番号：16K17217

研究課題名（和文）投資家との対話における株式アナリストの役割と可能性

研究課題名（英文）Role and future possibilities of equity analysts in the dialogue with investors

研究代表者

奈良 沙織（Nara, Saori）

明治大学・商学部・専任准教授

研究者番号：40642880

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,700,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は日本市場を研究の対象とし、企業の資金調達方法や企業規模といった企業特性やディスクロージャーが株式アナリストの調査に及ぼす影響、株式アナリストの調査活動が株式市場に与える影響などについて研究を行った。研究の結果、資金調達が株式に依存する企業や企業規模が大きい企業ではアナリストの果たす役割が大きくなっており、こうした企業ではアナリスト予想の精度が高く、株価にアナリスト予想の情報が良く織り込まれていることが明らかになった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

日本企業が投資家との対話を強化するなかで、企業と投資家、株式市場をつなぐ第3者としてアナリストの役割は今後ますます重要になると考えられる。本研究では、アナリストの調査活動が発揮されている企業の特徴について、一端ではあるが明らかにすることができた。さらに、より精度の高いアナリスト予想を入手できる企業では経営者予想よりもアナリスト予想が参照される傾向があることを示した。こうしたことから、アナリストは企業の業績予想を上回る情報価値を提供できる可能性があり、アナリストを育成・増やしていく必要性の根拠を示すことができたと考えられる。

研究成果の概要（英文）：This study investigates the effects between the analyst research and firm characteristics, such as corporate funding methods and corporate size. Also, this study investigates the effect of analyst research to equity market. As a result of the research, it become clear that analyst forecast is more accurate in firms which firm size is larger and depend on equity finance. Also, value relevance of analyst forecast is higher than management forecasts, in the firm which size is larger and depend on equity finance. This indicate that analyst forecast is more important than management forecasts in these firm.

研究分野：会計学（財務会計）

キーワード：業績予想 アナリスト アナリスト・カバレッジ アナリスト予想 経営者予想 ディスクロージャー
価値関連性

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

近年、日本企業は投資家との対話を強化しており、その一環として ESG 情報を充実させたり、統合報告書を作成したりするなど、ディスクロージャーを拡充する傾向がある。企業からの情報が増えるに従って問題となるのが情報の整理や伝達の仕方であり、他方、情報提供に伴う企業の負担増加も課題である。こうしたなか、2012 年より業績予想の開示制度が柔軟化され、日本企業が長年開示を続けてきた業績予想を非開示とすることも可能になった。

このように企業と投資家を取り巻く環境が変化するなかで、情報の生成・整理・伝達の役割を担うことができる第 3 者として期待されるのが株式アナリスト(以下、アナリスト)である。Healy and Palepu (2001)によれば、アナリストは情報を集め独自の予想や投資判断を提供することで、株式市場に価値を提供している。日本では、米国ほど証券市場においてアナリストは浸透していないが、企業が業績予想を非公表とした場合にアナリスト予想がその代替ともなりえることから、企業と投資家のコミュニケーションを補完するものとして、今後その存在は重要になってくると考える。そこで、投資家との対話におけるアナリストの役割や今後の可能性を研究テーマとして掲げた。

2. 研究の目的

本研究は、日本市場を研究の対象とし、企業のディスクロージャーやガバナンスへの取り組みがアナリストに及ぼす影響やアナリストが株式市場に与える影響について研究を行った。具体的には、(1) アナリスト・カバレッジの決定要因や、(2) 企業のディスクロージャーがアナリスト予想に及ぼす影響、(3) 企業のガバナンスがアナリストに及ぼす影響、(4) 企業価値向上におけるアナリストの有用性を明らかにすることを研究当初の目的とした。これらを企業の財務・株価データ等を用いて実証的に明らかにすることで、企業と投資家の対話におけるアナリストの役割や株式市場での役割の可能性を示す。

3. 研究の方法

本研究では、研究代表者がこれまでにやってきた経営者予想やガバナンスに関する研究をベースにアナリストを中心に据えて、企業のディスクロージャーやガバナンスとアナリストの関係を明らかにする。研究では、先行研究をベースに仮説を構築し、財務データや株価データ、業績予想データ(経営者予想・アナリスト予想)、ガバナンスの情報などを用いて、仮説を実証する。研究の対象を日本市場に限定していることから、日本固有の開示内容や近年のディスクロージャーに関する変化を積極的に取り上げる。

4. 研究成果

本研究課題の成果として、研究論文 2 件、学会発表 1 件、図書 1 件、その他(論評) 2 件が挙げられる。以下に概略を示す。

(1) “The Effect of Bank Loan Dependence on Management and Analyst Forecasts”(雑誌論文、Nara and Noma [2019])では、銀行借入依存度が企業のディスクロージャーや情報環境に及ぼす影響について研究を行った。Koga and Uchino (2012)によれば、銀行借入依存度の高い企業では情報環境が良くないことが明らかになっている。本稿では、銀行借入依存度の高い企業ではこうした情報環境に加え、企業のディスクロージャーも良くないことを示した。

なお、日本はドイツと並んで企業の銀行借入依存度が高い傾向があり、この点は多くの研究が行われている米国とは異なる。さらに、こうした資金調達手段は、企業のディスクロージャーの量や質、ガバナンス、企業を調査するアナリストの活動にも影響する。こうしたことから、本研究は研究目的にあるアナリスト・カバレッジの決定要因や企業のディスクロージャーがアナリストに及ぼす影響、企業のガバナンスがアナリストに及ぼす影響に関連している。さらに、銀行借入依存度が経営者予想やアナリスト予想の価値関連性に及ぼす影響も調査しており、これは企業価値向上におけるアナリストの有用性にも関連する。

分析では、情報環境としてアナリスト・カバレッジやアナリスト予想の精度と分散を、企業のディスクロージャーとして経営者予想に着目し、銀行借入依存度とアナリスト・カバレッジ、アナリスト予想の精度と分散、経営者予想との関連を明らかにした。その上で、銀行借入依存度が高い企業のアナリスト予想と経営者予想の価値関連性について明らかにした。

分析の結果、以下 3 点が明らかになった。第 1 に、銀行借入依存度の高い企業では経営者予想の精度が低く、企業のディスクロージャーの質が良くないことが明らかになった。これは、資金調達を借入に依存していることから、(投資家やアナリストからの)ディスクロージャーに対する需要が少ないこと、また、企業としてもパブリックな市場に向けての情報提供のインセンティブが低いことに起因すると考えられる。第 2 に、銀行借入依存度の高い企業ではアナリスト予想の精度が低くアナリスト予想の分散が大きいことが明らかになった。これは、Koga and Uchino(2012)と整合的な結果であり、銀行借入依存度の高い企業では、情報環境が良くないことが本研究でも確認された。一方、アナリスト・カバレッジに関しては有意な結果は得られな

かったものの、これはサンプルをアナリスト・カバレッジが2社以上ある企業に限定した影響が大きいと考える。第3に、銀行借入依存度の高い企業では、経営者予想とアナリスト予想の価値関連性が低いことが明らかになった。この背景には、銀行借入依存度の高い企業は、投資家からの注目が高くないことから予想情報が十分に参照されず、その結果、株価に情報が織り込まれないことがあると考える。

こうした銀行借入依存度の高い企業では、企業側のディスクロージャーが良くなかったとしてもアナリスト・カバレッジが十分にあれば情報の非対称性は緩和されるはずである。しかし、現実には銀行借入依存度の高い企業では、アナリストも十分に機能していないということが明らかになった。こうしたことから、資金調達を借入に依存する場合でも、企業は投資家向けのディスクロージャーを疎かにできないことが分かる。また、投資家もこうした企業に投資を行う際は、企業やアナリストが発信する情報の信頼性に十分注意を払う必要があるといえる。

(2) “Forecast Accuracy and Value Relevance by Firm Size: A Comparison of Management and Analyst Forecasts” (雑誌論文、Nara and Noma [2017]) では、企業規模によるアナリスト予想と経営者予想の精度の差について明らかにした。先行研究では、経営者予想とアナリスト予想は、ともに企業規模が大きいほど予想精度が高いことが明らかになっている (i.e. Jaggi [1978])。また、両予想の精度を比較した研究では、経営者予想公表前は経営者予想が、経営者予想公表後はアナリスト予想の精度が高いことも分かっている (Hassell and Jennings [1986])。しかし、研究が多く行われているアメリカでは経営者予想の公表が義務でないため、経営者予想を公表する企業を分析の対象とした場合、サンプルにバイアスがあることが問題となる。一方、日本では証券取引所の要請により95%以上の企業で経営者予想が公表されている。そのため、経営者予想とアナリスト予想の比較を行う研究を行う際には、日本のデータはサンプルのバイアスがより少なく分析に適しているといえる。

本稿では、以下3つの研究を行った。第1に、経営者予想とアナリスト予想の予想精度について、企業規模ごとに比較を行った。第2に、経営者予想とアナリスト予想の価値関連性を企業規模ごとに調査し、どちらの予想がより株価に織り込まれているかを調査した。第3に、第2の分析の補強として、企業規模ごとに経営者予想とアナリスト予想がどの程度参照されているかについて、マーケティング研究 (Kalyanaram and Little [1994]) で行われている手法を用い追加の分析を行った。

分析の結果、以下3点が明らかになった。第1に、企業規模の小さいグループでは経営者予想のほうがアナリスト予想よりも精度が高く、企業規模の大きいグループではアナリスト予想のほうが経営者予想よりも精度が高いことが明らかになった。第2に、株式市場はこうした予想の特性を認識しており、大規模企業ではアナリスト予想の価値関連性が高く、小規模企業では経営者予想の価値関連性がより高くなっていることが明らかになった。第3に、マーケティング研究で行われている手法を用いることで、企業規模の小さいグループでは経営者予想が61%参照されているのに対し、アナリスト予想は39%参照されていることが分かった。一方、企業規模の大きいグループではアナリスト予想が100%参照されていることも明らかになった。以上の結果から、企業規模の大きいグループでは、アナリスト予想の精度がより高いことから、アナリストの情報有用性が高く、株価にアナリスト予想がより織り込まれる傾向が示された。これより、企業規模の大きなグループでは企業規模の小さなグループに比べてアナリストの役割がより大きくなる傾向があることが分かった。

(3) “The Effect of Bank Loan Dependence on Management and Analyst Forecasts” (学会発表、Nara and Noma [2016]) は、2019年にThe Japanese Accounting Reviewに採択が決定した“The Effect of Bank Loan Dependence on Management and Analyst Forecasts”のもとになった報告である。発表の概要は論文と同様であるため、内容の説明については割愛する。

(4) 『企業評価論入門』(図書、奈良[2019]) は、企業価値評価の初学者向けのテキストである。テキストは4部構成となっており、第1部で財務諸表の基礎、第2部で財務比率の分析、第3部で企業価値評価、第4部で経営・会計戦略分析について説明を行っている。本書の特徴は、第1に、業種や業績、企業規模や企業の成熟度合いなどが異なる企業を多数扱っている点である。テキストでは通常、紙幅の関係で扱う企業数は限られ、業績が良好な企業が事例として使われる。しかし、企業価値評価では同業他社との比較が重要であり、また、業績の悪い企業ほど評価が難しい。本書は、様々な企業を扱うことで、こうした課題に対応することを試みた。第2に、日本全体のイメージを持てるように、ROEや自己資本比率など、日米比較や数年間の規模別推移を示すなど、集計したデータも多く取り上げた。さらに、テキストでは、企業の業績予想(経営者予想)やアナリスト予想など、本研究課題を遂行する上で得た情報や論文なども紹介している。

また、テキストでは日本企業は恒常的にPERやPBRが低いというデータを示している。その理由には、キャッシュフローが成長しづらい成熟企業が多いことやROE(特に収益性)が低いことが挙げられる。また、日本は利益やキャッシュフローを伸ばしづらい事業環境にあることから、M&Aの重要性や中期経営計画の評価なども取り上げ、資本構成をどう設定するかといった会計戦略についても議論している。こうした論点やデータは本研究課題に取り組む中で得た

ものがベースとなっている。日本企業が株式市場から正当な評価を得るには、適切に企業価値評価を行う人材の育成が不可欠であり、本書がその一助となると良いと考える。

(5)『統合報告は企業価値を高めるか?』(その他、奈良[2019])は、近年の統合報告に関する研究についての論文の紹介・批評である。近年、日本でも統合報告書を発行する企業が増加しており、統合報告は企業の経営者や財務責任者にとっても注目度の高いテーマである。そうした背景から、本稿は統合報告が企業価値や株式市場に与える影響について研究を行った文献について紹介している。研究によれば、統合報告について最も進んでいるといわれる南アフリカでは、統合報告の質が高いほど企業価値が高く、また、統合報告のフレームワークとの整合性が高いほどアナリスト予想の誤差が小さく、インプライド資本コストも低くなることなどが明らかになっている。一方で、統合報告が義務ではない国については、統合報告の効果はまだ限定的である。その理由には、統合報告はアナリストが必要とする情報を十分にかつ詳細に望ましい形で提供できていないことなどがある。こうした研究は、日本企業が統合報告を行う際、情報の内容や提供の仕方など十分に検討し、企業価値向上につながる情報提供を行う必要があることを示唆している。

(6)『業績予想・四半期業績の非開示はショートターミズムを是正するか?』(その他、奈良[2019])は、近年の業績予想や四半期業績を非開示とした企業に関する研究についての紹介である。アメリカでは2000年代の中ごろ、ショートターミズムの一因となるとして四半期の業績予想を非開示とする企業が増加した。業績予想を非開示にした企業について調査した研究によると、業績予想を非開示にした企業は、業績が不振でアナリスト予想を達成できていなかった。さらに、業績予想を非開示としたにも関わらず、その後、企業は投資を増加させていないことも分かった。しかし、最近の研究では、業績予想を非開示にした企業では長期投資家が増え、企業価値評価の際により長期の利益が重視されるようになったことなど、プラスの効果も見られるようになっている。加えて、最近では業績予想だけでなく、四半期決算を廃止しようとする動きもある。しかし、四半期決算や業績予想の開示の中止はディスクロージャーの後退にもつながる。こうしたことから、投資家の視点をより中長期に移すような開示、すなわち質の議論も重要となると考えられる。

<引用文献>

- Hassell, J. M. and R. H. Jennings, Relative forecast accuracy and the timing of earnings forecast announcements, *The Accounting Review*, Vol.61, No.1, 1986, 58-75
- Healy, P. M. and K. G. Palepu, Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, No.1-3, 2001, 405-440
- Jaggi, B., Comparative accuracy of management's annual earnings forecasts, *Financial Management*, Vol.7, No.4, 1978, 24-32
- Kalyanaram, G. and J. D. C. Little, An empirical analysis of latitude of price acceptance in consumer package goods, *Journal of Consumer Research*, vol.21, No.3, 1994, 408-418
- Koga, K. and S. Uchino, Bank-firm relationships and security analyst activities: Evidence from Japan, *The Japanese Accounting Review*, Vol.2, 2012, 49-73

5. 主な発表論文等

[雑誌論文](計 2 件)

- (1) NARA Saori, NOMA Mikiharu, The effect of bank loan dependence on management and analyst forecasts, *The Japanese Accounting Review*, 査読有, Vol.9, 2019, (forthcoming)
- (2) NARA Saori, NOMA Mikiharu, Forecast accuracy and value relevance by firm size: A Comparison of Management and Analyst Forecasts, *明大商学論叢*, 査読有, Vol.100, No.1, 2017, 69-95

[学会発表](計 1 件)

- (1) NARA Saori, NOMA Mikiharu, Forecast accuracy and value relevance by firm size - A comparison of management and analyst forecasts, *American Accounting Association Annual Meeting 2016*, 2016, New York (The U.S.)

[図書](計 1 件)

- (1) 奈良沙織, 中央経済社, 企業評価論入門, 2019, 320

[その他]

- (1) 奈良沙織, 業績予想・四半期業績の非開示はショートターミズムを是正するか? 企業会計 8月号, 中央経済社, 2019, (forthcoming)
- (2) 奈良沙織, 統合報告は企業価値を高めるか? 企業会計 7月号, 中央経済社, 2019, 6-7