

平成 21 年 6 月 1 日現在

研究種目： 基盤研究 (C)

研究期間： 2007~2008

課題番号： 19539003

研究課題名 (和文) 経営者が公表する予想利益と市場の効率性

研究課題名 (英文) Management Earnings Forecasts and Market Efficiency

研究代表者

村宮 克彦 (MURAMIYA KATSUHIKO)

神戸大学・経済経営研究所・講師

研究者番号： 50452488

研究成果の概要：本研究課題は、経営者が決算発表時に公表する予想利益の有用性を企業価値評価の観点から明らかにしようとするものである。一連の研究により、経営者予想利益を特定の企業価値評価モデルにインプットして株式価値を推定し、そこで推定された株式価値と現在の株価とを比較することによってその銘柄が割高、あるいは割安に形成されていることを識別できることを明らかにした。

交付額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2007 年度	1,900,000	0	1,900,000
2008 年度	1,200,000	360,000	1,560,000
年度			
年度			
年度			
総計	3,100,000	360,000	3,460,000

研究分野：会計学

科研費の分科・細目：会計学・財務会計

キーワード：企業価値評価, 経営者予想利益, 市場の効率性, ミス・プライシング

1. 研究開始当初の背景

諸外国と日本のディスクロージャー制度を比較したとき、最大の相違点の1つは、日本の株式市場に上場している企業の経営者は、証券取引所の要請を受けて、次期の売上高や当期利益といった主要な財務数値の予想値を公表している点である。経営者は、企業の将来見通しにもっとも精通している。したがって、経営者が公表する予想利益は、投資者の意思決定変数として重要な役割を担っているのである。このことは、経営者の公表する予想利益が、グッド・ニュース (バッド・ニュース) であるほど、株式リターンは

大きく (小さく) なるという証拠を提示したいくつかの先行研究の結果に裏付けられる。こうした証拠をもとに先行研究では、経営者の公表する予想利益には投資意思決定上の有用性があることを証明している。

しかし、これらの先行研究では、経営者予想利益が公表される前に予めその情報を入手した場合に限り、市場平均を上回るリターン (超過リターン) を獲得できるという経営者予想利益の潜在的有用性を示したにすぎない。すなわち、本研究の開始当初においては、経営者予想利益が公表された後、その情報を利用して超過リターンを獲得できるという経営者予想利益の実際の有用性を示し

た研究はなかったのである。そこで、本研究課題では、経営者予想利益にそうした実際有用性が備わっているかどうか、そしてもし備わっているとすれば、どのようにその情報を利用すれば、情報が公表された後、超過リターンを獲得できるかを調査しようとしたのである。

2. 研究の目的

本研究課題では、主として2つの研究に取り組んだ。以下、それぞれについて詳細に論じる。

(1) 1つ目の研究は、先行研究とは別の視点、すなわち企業価値評価の面から経営者が公表する予想利益の投資意思決定上の有用性を評価した。すなわち、経営者の公表する予想利益を残余利益評価モデルと呼ばれる企業価値評価モデルにインプットし、株式の本源的価値(intrinsic value)を推定し、そうすることで現在割高・割安になっている銘柄を識別することができるかどうかにもとづいて経営者の公表する予想利益の有用性を判断するのである。

具体的には、経営者が公表する予想利益を残余利益評価モデルにインプットし、株式の本源的価値(V)を算定し、現在成立している株価(P)との比率であるV/Pに将来リターンの予測能力があるかどうかを検証する。本源的価値Vが適切に推定されている限り、高(低)V/P銘柄は、現在割安(割高)に形成されていると識別され、将来リターンが高く(低く)なるものと期待される。もし、経営者予想利益にもとづくV/Pに将来リターンの予測能力があるとすれば、それは経営者が公表する予想利益に投資意思決定上の情報価値があり、投資者の企業価値評価にとってその情報が有用であることを示すことができる。このことを明らかにできれば、経営者が次期の予想利益を公表するという日本独自の制度が投資者の意思決定を支援する制度であることを示すことができるであろう。

(2) 第2の研究課題は、経営者が公表する予想利益に基づくV/Pに将来リターンの予測能力があるならば、それは(a) V/Pがたんに見落としているリスク変数と相関している(リスク仮説)、あるいは(b)市場がミス・プライシングをしている(ミス・プライシング仮説)ことに起因するのかを検証するものである。

セミ・ストロング型の効率的市場を前提とすれば、現時点で利用可能な情報に基づいて投資戦略を実行しても、リスクに見合う以上のリターンはえられないはずである。そこで、

経営者予想利益に基づくV/Pが将来リターンを予測することができるのであれば、それは何に起因するのかを本研究課題では明らかにしようとしたのである。この問題は、市場の効率性を検討したり、株価形成の過程を知る上で、重要な問題である。

3. 研究の方法

(1) もし経営者の予想利益を利用して超過リターンを獲得できるとすれば、投資者は一体どのようにその予想利益を用いればよいのであろう。これに関して、ある研究は次のような示唆深い利用方法を論じている。すなわち、予想利益は、最終的な生産物ではなく、本源的価値の推定という最終的な生産物を生み出すためのインプットとして活用されるべきである。この主張は、投資者が予想利益数値をそのまま利用すべきではなく、何らかの企業価値評価モデルへのインプットとして利用して投資判断を行うべきであることを示唆している。したがって、投資者にとっての予想利益の有用性は、何らかの企業価値評価モデルへ予想利益をインプットし、それが将来リターンを予測できるか否かによって判断されるべきであると考えられる。そこで、本研究課題では、経営者予想利益を企業価値評価モデルへインプットすることで、その有用性を判断したのである。

具体的な研究方法は「2. 研究の目的」で論じた通り、V/Pテストによる検証である。

(2) 次に、V/P戦略による超過リターン(超過リターン)の獲得が確認されれば、その獲得がリスク仮説に起因するのかが、ミス・プライシング仮説に起因するのかを明確にする。その方法は、次の2つの方法によって検証する。すなわち、(i)年度ごとにV/P戦略を実施し、各年の超過リターンを分析する。そして、(ii)V/Pポートフォリオ形成後の決算発表日、及びその前後における超過リターンの動向を分析する。

まず、(i)について、もし、V/P戦略による超過リターンの獲得が、見落としているリスクに対する報酬ならば、少なくともサンプル期間のうちいくつかの年度は、リスクを反映しV/P戦略によるリターンがマイナスになるはずだからである。もし、全ての年度において、V/P戦略によるリターンがプラスであれば、リスク仮説は否定され、ミス・プライシング仮説が肯定される。

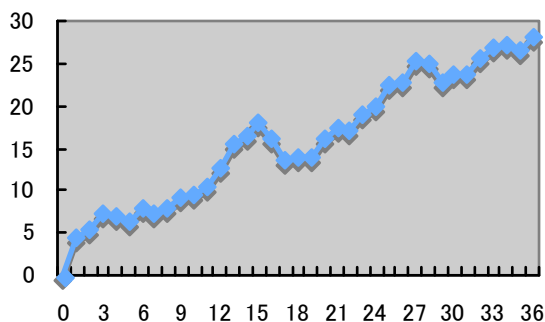
そして、(ii)について、もし、V/P戦略の成功が市場のミス・プライシングに起因するのであれば、価格修正はミス・プライシングが生じている後の決算発表時に集中するはずである。なぜなら、決算発表は、証券市場

参加者にもっとも多く情報を提供する機会であり、ミス・プライシングに気付いた投資者は売買行動に乗り出す。その結果、決算発表時に株価は効率的な方向へ修正されることとなり、価格修正にもなるリターンは、その際に集中すると考えられるからである。したがって、ポートフォリオ形成時には株価に反映されていなかった情報が決算発表を通じて明らかにされ、V/P が大きかった割安な銘柄ほど、そのときのリターンが大きくなるとすれば、それはリスク仮説を否定し、ミス・プライシング仮説を肯定することになる。

以上、(i)と(ii)の2つの分析結果を勘案し、リスク仮説か、ミス・プライシング仮説のいずれが正しいかを検討したのである。

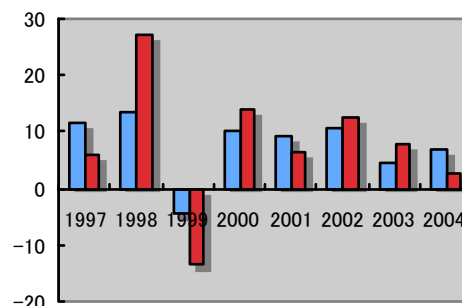
4. 研究成果

(1) 次の図は、V/Pテストにもとづいて現在割高であると識別された銘柄群を空売りし、反対に割高であると識別された銘柄群を購入した場合に獲得できる超過リターン(%表示)の動向を月毎にまとめたものである。横軸は、ポートフォリオ形成後の月数を示し、縦軸はその投資戦略をとった場合に獲得できるであろう超過リターンを示している。



この図は、経営者予想利益に基づくV/Pに将来リターンの予測能力があることを強く示唆している。すなわち、経営者予想利益を企業価値評価モデルにインプットし、株式価値を推定すれば、投資者は将来リターンを予測できることを意味する。したがってその情報は投資者の企業価値評価に役立つことを意味する。この研究結果は、経営者予想利益の潜在的有用性を示したにすぎない先行研究の結果を発展させ、その情報の実際の有用性を示したという意味で学術的な意義が認められるものと考えられる。

(2) まず(i)の検証結果から報告する。次の図は、年度ごとにV/P戦略を実施し、6・12ヶ月経過時点の超過リターン(%表示)の動向をまとめたものである(青:6ヶ月、赤:12ヶ月)。



6ヶ月と12ヶ月のいずれをみても、1999年を除いて、V/P戦略によってプラスの超過リターンを獲得できたことを示唆している。1999年は、ITバブルの影響によって、低V/Pに属する銘柄のいくつかは、ファンダメンタルズとは無関係に株価が急激に上昇したことによって、V/P戦略がプラスの超過リターンをもたらさなかったと考えられる。この結果から、ほぼサンプル期間を通じて、V/P戦略によってプラスの超過リターンが獲得できることを確認できる。したがって、(i)の検証から、V/P戦略の成功は、市場のミス・プライシングに起因するものと考えられる。

次に(ii)の検証では、V/Pを測定した約半年後の中間決算発表日のリターンがV/Pと強く関連していることを発見した。具体的には、V/Pにより割高(割安)と識別された銘柄の中間決算日のリターンが小さく(大きく)なっていることを確認したのである。この研究結果はV/P測定後、少なくとも6ヶ月間は市場においてミス・プライシングが生じており、そのミス・プライシングは、決算発表を通じて株価に織り込まれていなかった情報が市場に公表されることによって解消することを示唆している。

これら(i)と(ii)の分析結果はいずれもV/Pの将来リターン予測能力の源泉が市場のミス・プライシングに起因することを示唆し、ミス・プライシング仮説を正当化するものである。

研究代表者は、上述の(1)と(2)の研究結果を1編の論文としてまとめ、日本ファイナンス学会の学会誌である『現代ファイナンス』へと投稿した。査読の結果、その論文は先述の雑誌へと掲載されたのである。

(1)と(2)の研究の他にも、研究代表者は研究期間内において次のような2つの研究を行った。

すなわち、

(3) 本研究課題が利用した残余利益評価モデ

ルを実際に投資者が実行して正確な株式価値を推定するには、正確な残余利益の将来予測が不可欠である。そうした背景から、研究代表者は正確な残余利益の将来予測に資するよう過去30年にわたる日本企業の財務比率の時系列動向を綿密に調査し、残余利益評価モデルの実行に際してどのような点に配慮すべきかを明らかにした。その研究成果(村宮克彦「残余利益モデルを構成する財務比率の特性分析」)は、日本会計研究学会特別委員会『企業情報を活用した企業評価に関する総合的研究』最終報告書に掲載された。

(4)さらに、研究代表者は、V/Pと同じように市場のミス・プライシングに起因すると思われるアノマリー現象を研究対象として、多くの情報を保有する投資者が積極的に取引活動を行う銘柄ほど、株価が効率的価格へと収束するスピードが速まることを実証的に明らかにし、(1)や(2)で示した研究課題の発展性を確認している。すなわち、この研究結果は、V/Pにもあてはめることができ、情報を数多く保有している投資者が積極的に売買する銘柄ほどV/Pに関するミス・プライシングの程度が低くなる可能性を示唆しているのである。したがって、今後はこのような事前の期待が成立するかどうかを実証的に検証していき、本研究課題をより発展させていくことを画策している。

なお、この(4)の研究成果(Muramiya, Katsuhiko, Kazuhisa Otagawa, and Tomomi Takada, “Accrual Anomaly, Private Information, and Market Price Discovery Process: Evidence from Japan”)は、2008年8月に行われた米国会計学会の年次大会における学会発表へと結実した。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計3件)

①村宮克彦「経営者が公表する予想利益に基づく企業価値評価」現代ファイナンス, 査読有, 第23巻, 2008, 131-151.

②村宮克彦「残余利益モデルを構成する財務比率の特性分析」日本会計研究学会特別委員会編『『会計情報を活用した企業評価に関する総合的研究』最終報告書』, 査読無, 2008, 283-322.

③桜井久勝・村宮克彦「倒産企業の財務比率の時系列特性」国民経済雑誌, 査読無, 第196巻第6号, 2007, 1-16.

〔学会発表〕(計2件)

①Katsuhiko Muramiya, Kazuhisa Otagawa, and Tomomi Takada, “Accrual Anomaly, Private Information, and Market Price Discovery Process: Evidence from Japan,” American Accounting Association, Annual Meeting, Hilton Anaheim, CA, USA, 5th August 2008.

②村宮克彦「経営者の予想バイアスと投資者の利益予測の困難性」日本会計研究学会第66回全国大会, 松山大学, 2007年9月2日.

6. 研究組織

(1) 研究代表者

村宮 克彦(MURAMIYA KATSUHIKO)
神戸大学・経済経営研究所・講師
研究者番号: 50452488

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし