

機関番号：22301

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2008～2010

課題番号：20530415

研究課題名（和文） 新興市場における利益予測と市場の評価

研究課題名（英文） Earnings forecasts and valuation in the emerging market

研究代表者

阿部 圭司 (ABE KEIJI)

高崎経済大学・経済学部・教授

研究者番号：70277771

研究成果の概要（和文）：

会計・ファイナンスの領域では、経営者による利益予想に関する研究が多く行われている。本研究では予想誤差を利用して利益予想の特徴を分析した。

本研究では発見事項は次のとおりである。(1)期首において概ね経営者は楽観的予想を行うが、景気変動に応じて楽観的程度が変化している、(2)予想は当該年度が黒字であった場合、保守的な予想になりがちである、(3)当期利益の予想誤差は経常利益のそれよりも大きい。(4)東証1部のデータを用いた場合、中央の非対称性が発見されたが、ジャスダックのデータでは発見されなかった。(5)テールの非対称性は赤字、あるいは減益となるグループにのみ観察された。

研究成果の概要（英文）：

In the accounting and/or the finance area, the extensive literature that uses management earnings forecasts are reported. This paper shows the feature of the earnings forecasts by the manager with the forecast error.

Our findings on the forecast error at the beginning of period are as follows. (1) In average, the earnings expectations are optimistic in the beginning for the year, but, there are changes by the economic fluctuations. (2) It is becoming a conservative forecast when the current fiscal year is a surplus. (3) The error margin of the net income is larger than the income before tax, while the accuracy of the expectation for net income is higher. (4) Using sample of the 1st section Tokyo Stock Exchange, the middle asymmetry are found out in the distribution of the error, but using sample of the Jasdaq market, same phenomenon is not discovered. (5) Only when companies show a loss and/or their profit decrease, the tail asymmetry is observed.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2009年度	900,000	270,000	1,170,000
2010年度	600,000	180,000	780,000
年度			
年度			
総計	2,600,000	780,000	3,380,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・財務会計

キーワード：利益予測, 新興市場, 市場の評価

1. 研究開始当初の背景

一般に株式市場における株価の水準は、経済の基礎的諸条件を除けば企業業績、すなわち利益を反映している。1株当たり利益(earning per share:EPS)が投資の判断基準として用いられるのは、この考えに基づいている。会計情報の有用性に関する一連の実証分析によれば、事前に当該企業のEPSを知ることにより高い超過収益を獲得できることが明らかにされている。

企業の業績予想に関する情報には、企業の経営者自らが公表するものと、証券アナリストらによるアナリスト予測が存在し、それぞれの情報の有用性、また相互関連性について研究が行われている。

例えば、経営者による業績予想の公表では、

- ・予測値そのもの、ならびに予測改訂情報が株価に影響している

- ・企業規模と情報が織り込まれるスピードに相関が存在する

- ・企業の所有構造の違いにより織り込まれるスピードに差が存在する

などが明らかにされている。また、アナリスト予測を用いた研究では、

- ・決算報告が近づくほど、またアナリストの人数が多いほど予測精度は向上する

- ・アナリスト予測は実績と比較すると楽観的傾向にある

- ・予測情報の変更は市場にインパクトを与える

などが明らかとなっている。さらに、経営者予測とアナリスト予測の比較では、

- ・経営者予測の精度がアナリスト予測のそれよりも高い

- ・経営者予測の修正はタイムリーに行われないことからアナリスト予測が補完的な役割を果たしている

ということが明らかとなっている。これらの結果は主に既存市場(東証1部など)に上場する企業についての利益予測が対象となっており、分析対象となるデータの蓄積と共に詳細な分析が引き続き行われている。

2. 研究の目的

一方、本研究が対象とするわが国における新興市場は、ベンチャー起業ブームもあり1999年、2000年には東京、大阪の両取引所で相次いでマザーズ、ナスダック・ジャパン(現ヘラクレス)など新規公開向けの新市場が設立された。上記2市場にJASDAQ市場を含めた3市場で新規公開企業の数も1994年以降、毎年100社前後と高水準を維持している。

既存市場と新興市場の差異の1つは上場基準の緩さであり、新興市場では利益がなくとも公開可能である点が大きく異なる。そのた

め投資家への情報公開の重要性は既存市場以上の意味を持つのであるが、既存市場と新興市場では上場する企業についての一般的な情報量に差異があり、新興市場においては経営者と投資家間での情報の非対称性は強いと考えられる。また、新興市場は主要な新規上場市場であることから、新規公開企業についてはこの傾向がさらに顕著となる。

したがって、投資家にとって経営者による利益予測は投資意思決定に関わる重要な情報である一方で、非対称性を利用したミスリードを誘発する情報とみなすことができる。このことは昨今、新興市場に上場する一部の企業でガバナンス不足を指摘する報道、例えばコンプライアンスに反する事例、株主価値を毀損する行為についての報道からも推測できる。

本研究では(1)既存市場の新興市場における経営者予測の特性の差異を明らかにする、(2)アナリスト予測の有用性を新興市場におけるデータより検証する、の2点を目的とする。

3. 研究の方法

分析に用いる標本は、日経NEEDS-MT業績予想データをベースとし、東証1、2部およびジャスダック市場に上場する銘柄のうち、単独決算および連結決算において、期首と中間時に当期利益予測の数値、かつ、前年度および当該年度の実績値を得ることができたものを用いる。連結での場合は単独の数値も同時に得られることを条件とした。期間は1997年から2008年までの12年間である。これらの条件により単独で25,914社・年、連結で15,844社・年の標本が得られた。市場別では東証上場銘柄では単独決算が19,349社・年、連結では12,738社・年。ジャスダック上場銘柄では単独が6,565社・年、連結では3,106社・年である。

本研究では先行研究を鑑みて、以下に定義する予想誤差を用いて期首予想の特徴を観察することにする。予想誤差は実績値と予想利益の差をとり、前期末の総資産額で除したものとす。すなわち、

$$\text{予想誤差} = (\text{当期実績値} - \text{予想利益}) \div \text{総資産}$$

である。事前に実績値が判明していることを前提としているが、定義から、正の予想誤差は実績値と比較して保守的な予想が行われたことを、負の予想誤差は楽観的な予想が行われたことを意味する。

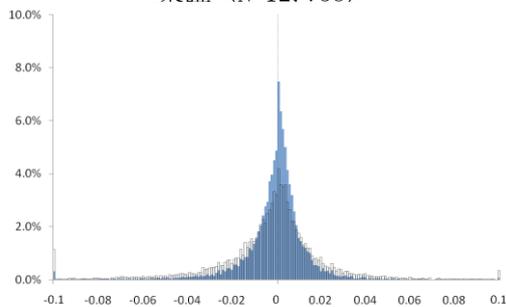
4. 研究成果

(1) 年次別では全体的には負の予想誤差が観察され、企業経営者は楽観的予想を行う傾向にあることが分かった。一部の年度では先行研究で指摘されるように正の予想誤差が観測されることもあったが、その後の期間では負の誤差に戻っていることから、一過性の現象と考えてよいだろう。

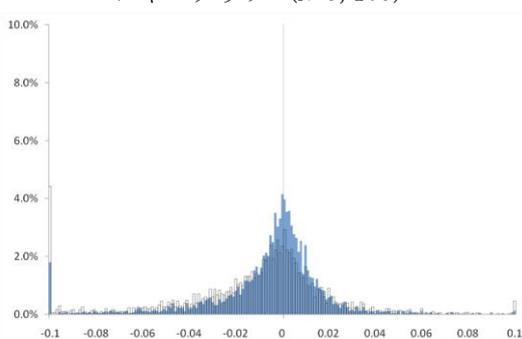
(2) 実質 GDP 成長率との相関が正であることから、景気が上向くと悲観的に、景気が後退すると楽観的予想が出やすくなる傾向を観察した。市場別では東証と比較してジャスダックに上場する企業ほど楽観的な予想をしやすかった。

(3) 2 期間での利益の傾向により、予想誤差に違いがあることが判明した。増益になる企業群の予想誤差は平均して正の予想誤差、つまり悲観的な予想が大勢を占める傾向にあり、減益となる企業群では全体と同じく平均して負の予想誤差を取る、というものである。また、経常利益と当期純利益では、当期純利益の誤差が大きいことが、期首と中間期では中間期で予想誤差が縮小することが分かった。これらの結果は先行研究でも指摘されてきたことではあったが、2 期間での利益の傾向による分析結果が新たな知見であるといえよう。

経常利益の予想誤差分布 (連結)
東証 (N=12,738)



経常利益の予想誤差分布 (連結)
ジャスダック (N=3,106)



(4) 予想誤差の分布を用いた分析からは、先の発見を裏付けると共に、以下の知見が得られた。分布は期首から中間期にかけて誤差ゼロに集中する傾向が認められた。時間の経過につれ、精度が高まる訳なので当然の傾向であるが、ゼロのすぐ右側と左側では歪んだ頻度が観察され、特にゼロのすぐ右側に多くの標本が集まった。これが中央の非対称性であるが、経営者としては公表する実績値と予想の間に正のサプライズを望むため、先行研究では利益調整の証拠として指摘されている。本研究では、この現象は全標本及び東証上場の場合において、黒字かつ増益となる 2 つのグループに限って観察され、ジャスダック上場企業にはあまりみられない現象であることを指摘した。

(5) テールの非対称性として指摘された、極めて楽観的な予想誤差は市場に関わらず減益あるいは赤字のグループに観察され、ジャスダック市場上場企業では特に大きいことが分かった。黒字かつ増益となるグループではテールの非対称性は観察されなかった。

(まとめ) これらの分析結果は経営者予想とアナリスト予想との関係、予想の公表と市場の反応について多くの先行研究があるが、一様な分析方法の適用は平均的な傾向の検証には向いているものの、詳細をみるにつれ分析結果がぼやけてしまう可能性を示唆している。予想の方向、質に応じて、これまでの成果を見直す必要があるだろう。

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 2 件)

① 阿部圭司、「経営者による利益予測(1)－予想誤差に関する実証分析」、『産業研究』、査読無、VOL. 45, No. 2, 2010, pp. 40-58.

② 阿部圭司、「経営者による利益予測(2)－予想誤差に関する実証分析」、『産業研究』、査読無、VOL. 46, No. 1, 2010, pp. 16-36.

6. 研究組織

(1) 研究代表者

阿部 圭司 (ABE KEIJI)

高崎経済大学・経済学部・教授

研究者番号：7027771

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし