

第26章

経営者とアナリストの業績予想

〈要約〉本章では、わが国の経営者予想とアナリスト予想に関する研究論文のサーベイから、両予想の有用性や特性等に関する様々な知見を得ている。わが国特有の経営者予想制度ならびに近年の予想データの充実は、わが国の予想情報研究の更なる発展を予感させるものである。

1 はじめに

予想情報に関する研究は、その情報の提供者が誰であるかという観点から2つの研究領域に大別される。その提供者が企業の内部者である経営者である場合には経営者予想の研究となり、外部者であるアナリストの場合にはアナリスト予想の研究となる。この2種類の研究は、同じ予想情報に関する研究ではあるものの、アナリスト予想の研究はファイナンス系のジャーナルに載せられることが多く、経営者予想に関する研究は圧倒的に会計系のジャーナルから出版されることが多いという傾向が見られる。

この研究者によるジャーナル選択の嗜好のせいもあってか、経営者予想とアナリスト予想に関する研究をそれぞれ別個に取り扱うサーベイ論文は数多く存在するが、その両方を包含した、いわゆる予想情報に関する研究という枠組みから両研究を概観したサーベイ論文は見受けられない。しかしながら現実には、経営者予想とアナリスト予想は互いに影響を与えあっており、両予想を同

じ組上で論じることには一定の意義があると思われる。そこで本稿では、わが国における経営者予想とアナリスト予想に関する研究の現状について概観し、その結果に基づいて今後の研究課題を提示することとする。

なお本稿の構成は以下のようなものである。第2節は株式市場における投資情報の生成過程について説明し、第3節は投資情報全体の中で大きな役割を担っている企業の開示情報について詳細に説明する。第4節は予想情報の種類について概説し、第5節と第6節では、わが国の経営者予想とアナリスト予想の特徴についてそれぞれ詳細に説明する。そして、第7節と第8節では、わが国の経営者予想とアナリスト予想に関するそれぞれの研究についてのサーベイを行う。最後に、第9節で今後の課題について述べる。

2 株式市場における投資情報の生成過程

株式市場における投資情報の基礎的情報としては、第1に企業の開示する情報が挙げられる。企業の開示情報については次節で詳細に述べるが、企業の財務状況や経営計画など、個別企業に関する情報のほとんどは企業によって開示された情報である。それ以外の基礎的情報としては、企業の属する産業動向などのセミマクロ情報、さらには企業全体を取り巻くマクロ経済情報も重要な投資情報となる。例えば、パソコンや携帯端末の売上の鈍化というニュースは、半導体産業等へのセクター・アロケーションに影響を与える情報であろうし、金利政策や為替変動といったマクロ経済情報は、株式市場へのアセット・アロケーションにインパクトを与える情報であろう。

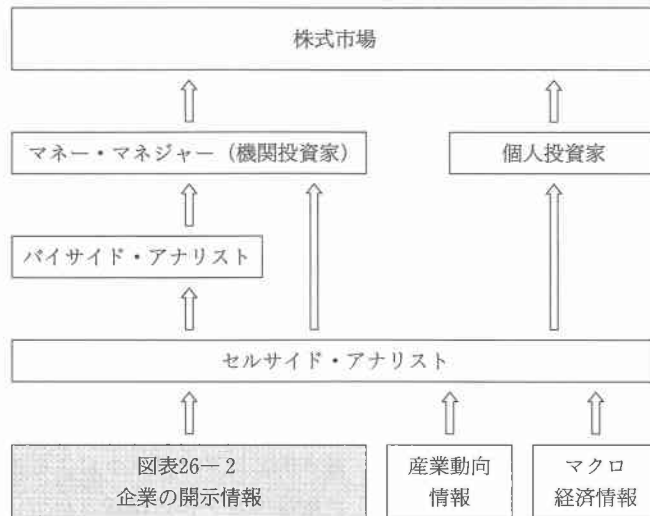
これら基礎的情報の最初の分析者は、主としてセルサイド・アナリストである。セルサイド・アナリストとは、証券を売る側であるセルサイドのアナリスト、すなわち投資銀行や証券会社のリサーチ部門に所属するアナリストである。セルサイド・アナリストは、企業の開示情報や産業動向情報などを分析して、担当企業に関するアナリスト・レポートを作成する。アナリスト・レポートの記載内容や様式は多様であるが、基本的にはアナリストによる当該企業の分析、予想利益、株式レーティング、目標株価などから構成されている。そしてセルサイド・アナリストは、自らが作成したアナリスト・レポートを、バイ

サイド・アナリスト、マネー・マネジャー、個人投資家などに幅広く提供するのである。

次に、投資情報の2番目の分析者は、バイサイド・アナリストである。バイサイド・アナリストとは、証券を購入する側のバイサイドに属するアナリスト、すなわち投資信託会社や生命保険などの資金運用を行う会社のリサーチ部門に所属するアナリストである。バイサイド・アナリストもセルサイド・アナリストと同様にアナリスト・レポートを作成するが、それは自社のマネー・マネジャーにのみ提供されるものである。従って、バイサイド・アナリストの作成するレポートは、一般には入手不可能である¹。

最後に、投資情報の最終的な利用者は、機関投資家と個人投資家である。機関投資家は、自社のバイサイド・アナリストや投資銀行に属するセルサイド・アナリストの提供するアナリスト・レポートを読み、またその内容についてアナリストとミーティングを行ったり電話で話し合ったりして投資情報を収集し、最終的にこれらの投資情報に基づいて、実際に市場において株式の売買を執行するのである。

〔図表26-1〕 株式市場における投資情報の生成過程



図表26-1は、ここまで説明した、株式市場における投資情報の生成過程の概略を示す図である。しかしながら、これはあくまで全体の略図であり、実際にはもっと複雑な構造を有していると思われる。例えば、機関投資家や個人投資家は、何もアナリストからしか投資情報を入手していないというわけではなく、企業からも直接情報を入手しているであろう。日本インベスター・リレーションズ協議会（JIRA）が毎年実施している、「IR活動の実態調査」の2007年度の結果によれば、企業は、近年盛んなM&Aを意識して、自ら機関投資家や大株主を訪問して説明を行うといったIR活動を積極的に行うようになってきている²。また企業は、IR活動を実施していく中で、個人投資家向けのIRを最大の課題と認識しており、その施策の一環としてWebサイトによる開示の充実を図っている。これによって、個人投資家が企業の開示情報に直接アクセスできる環境も整ってきている。

またアナリストも、バイサイドとセルサイドのアナリストに限定されているわけではなく、独立系アナリストの存在も見逃せない。独立系アナリストとは、投資銀行業務に関与せず、調査対象の事業会社から収入を得ていない独立系調査会社に属するアナリストのことである。とりわけ米国では、2003年4月の包括的和解（Global Settlement）において、和解に参加した証券会社に対して、今後5年間にわたって最低3社以上の独立系リサーチ会社からアナリスト・レポートを購入し、それを無料配布することを義務付けている。またその際の独立系リサーチの原資として、包括的和解における和解金の一部を用いるなど、意図的な独立系リサーチ振興政策が展開されている³。

3 企業の開示情報

(1) 制度開示

企業の情報開示は、大きく制度開示と自発的開示に分類される。制度開示とは、文字通り制度に基づく企業の情報開示のことであり、制度とは、「国家・社会・団体を運営していく上で制定される法や規則」（『大辞林』第2版、三省堂）であると一般的に定義されている。従って、企業の制度開示とは、「国家・社会・団体の制定する法律や規則に基づく企業の情報開示」と定義される

ことになる。この定義に従えば、企業の制度開示は、さらに法的開示と取引所規則による開示に分類することができる。

① 法的開示

企業の行う法的開示とは、法令を根拠とする企業の情報開示のことであり、「会社法」に基づく開示と、「金融商品取引法」に基づく開示とがある。

会社法に基づく開示情報の代表的なものには、計算書類や事業報告などがあり、金融商品取引法に基づく開示情報としては、有価証券報告書や四半期報告書などがある。

② 取引所規則による開示

企業の行う取引所規則による開示とは、証券取引所の定める「有価証券上場規程」に基づく、企業の情報開示のことであり。とりわけ、同規程第4章第2節「会社情報の適時開示等」には、企業が適時開示すべき項目が詳細に定められており、この適時開示等に関する規則に基づく開示情報の代表的なものには、決算短信や業績予想の修正開示などがある。

なお、決算短信等の公表による企業情報の適時開示が制度開示に該当するかどうかは、議論の分かれるところである。そもそも投資判断に影響を及ぼす会社情報の適時開示は、証券取引所からの要請に応じるという形で、昭和49年6月から行われていた（昭和49年東証上管第525号「会社情報の適時開示に関する要請について」）。ただし当時の適時開示は、実務上ではほとんどの企業が開示を行っていたものの、厳密にはあくまで企業が証券取引所の要請に自発的に応じるというものであり、強制開示ではなかった。投資判断に影響を及ぼす会社情報の適時開示が制度化・義務化され、それに違反する企業に対して罰則的措置がとられるようになったのは、平成11年9月の「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則（適時開示規則）」の施行以降のことである。そして適時開示規則は、平成19年11月に「有価証券上場規程」に再編されている⁴。したがって企業の決算短信等の公表による適時開示は、厳密に規定すれば、平成11年までは証券取引所の要請に基づく企業の自発的開示であり、平成11年以降は適時開示規則、そして現在は、有価証券上場規程に基づく制度開示といえる。

(2) 自発的開示

企業の自発的開示とは、法令や諸規則に基づいてはいないが、企業が自主的に行っている情報開示、すなわち企業の自発的なIR活動のことである。企業はそのようなIR活動を通じて自発的に企業情報を開示することによって、株主や潜在的株主である投資家そしてその仲介者であるアナリスト達と良好な関係を構築し、市場で適切な評価を得ようとするのである。

企業の自発的開示の代表的なものとしては、出版物であるアニュアルレポートやファクトブックなどの他に、アナリストや投資家と直接に対話する決算説明会、スモールグループミーティング、工場見学会などがある。

なお図表26-2は、企業の開示情報を一覧にまとめたものである。

〔図表26-2〕 企業の開示情報

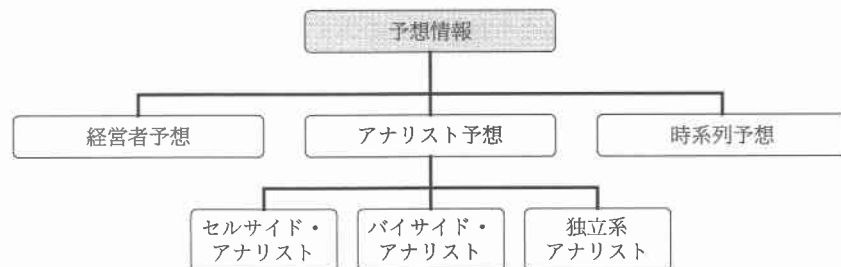
企業の開示情報		
制度開示		自発的開示
法的開示	取引所規則による開示	
<ul style="list-style-type: none"> 「会社法」に基づく開示（計算書類、事業報告） 「金融商品取引法」に基づく開示（有価証券報告書、四半期報告書） 	<ul style="list-style-type: none"> 「有価証券上場規程」に基づく開示（決算短信、四半期決算短信、業績予想の修正） 	<ul style="list-style-type: none"> 企業が自発的に行うIR活動を通じての開示（アニュアルレポート、ファクトブック、決算説明会、スモールグループミーティング、工場見学会）

4 三種類の予想情報

図表26-3は、予想情報の種類を示したものである。図表にもあるように、予想情報には、大きく、経営者予想、アナリスト予想、時系列予想の三種類が存在する。最初に、経営者予想とは、企業の内部者である経営者自らが公表する業績予想のことであり、わが国ではその開示を上場企業に事実上義務付けている。次節で詳細に述べるが、この経営者予想の開示を制度化しているのが、わが国の財務開示の最大の特徴である。

次に、アナリスト予想とは、株式市場分析の専門家である証券アナリスト達が公表する業績予想のことであり、アナリストの種類によってさらに、セルサ

[図表26-3] 予想情報の種類



イド・アナリストの予想、バイサイド・アナリストの予想、独立系アナリストの予想の三種類に分類することができる。セルサイド・アナリストとは、証券を売る側であるセルサイドのアナリスト、すなわち投資銀行や証券会社のリサーチ部門に所属するアナリストのことである。一方、バイサイド・アナリストとは、証券を購入する側のバイサイドに属するアナリスト、すなわち投資信託会社や保険会社などの資金運用を行う会社のリサーチ部門に所属するアナリストのことである。また独立系アナリストとは、投資銀行業務に関与せず、調査対象の事業会社から収入を得ていない独立系調査会社に属するアナリストのことである。

最後に、時系列予想とは、過去の実績データに何らかの時系列モデルを適用することによって得られる将来の業績予想のことである。時系列予想に関する研究は1980年代頃までは盛んに行われ、多くの研究が、予想精度や株式リターンとの関連性について、時系列予想と他の予想とを比較している。しかしながら、明確な結論が出ていないにもかかわらず、業績予想としては、時系列予想よりも経営者やアナリストの予想を用いる方が適切であると暗黙裡にみなされ、時系列モデルによる予想に関する研究は、現在では衰退している（太田2006）。

そこで本章では、経営者予想、アナリスト予想、時系列予想の三種類の予想情報の内、経営者とアナリストによる予想に関する研究を中心に取り上げている。

5 わが国の経営者予想情報の特徴

(1) 経営者予想の歴史的経緯

わが国における財務開示の最大の特徴は、各事業年度の決算内容に係わる適時開示すなわち決算発表において、経営者が当期の実績数値と共に次期の業績予想値を公表するという経営者予想制度が制度開示として確立されているという点にある。わが国の経営者予想の歴史は非常に古く、東京証券取引所が昭和49年6月に、一般投資者が投資判断を行うに当たって影響を受けることが予想される重要な会社情報について、遅滞なく、正確かつ公平に開示するようとの旨の要望文を、上場会社に送付したことから始まる（「会社情報の適時開示に関する要請」東証上管第525号 昭和49年6月7日）（久保1992，土本・飯沼2007）。

その後東京証券取引所は、経営者予想を含む企業の適時開示に関して、平成元年3月に「会社情報適時開示の手引き」を作成、平成11年9月に「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」を制定、さらには、平成19年11月に上場規則体系の大幅な見直しを行って「有価証券上場規程」を編纂している。なお現在、経営者予想に関する規則は、「有価証券上場規程」第4章第2節「会社情報の適時開示等」にまとめられている。

(2) 経営者の予想項目

経営者が開示する予想情報には、決算短信等に含まれている次期の業績予想、業績予想の修正、そして有価証券報告書内の「財政状態及び経営成績の分析（MD&A）」や「設備の新設、除却等の計画」の項目に記載されている設備投資に関する予想情報などがある。

① 決算短信等に含まれている業績予想

企業が本決算および四半期決算発表時に決算短信および四半期決算短信を作成・公表するのは、「有価証券上場規程」第404条によって、事業年度もしくは各四半期会計期間に係る決算の内容が定まった場合には、直ちに当該決算内容を開示しなければならないと定められているからである。決算短信の内容およ

び様式は、過去に何度も修正が加えられてきたが、平成18年3月に「決算短信に関する研究会報告—決算情報のより適切な開示にむけて—」が公表されて大きく変換し、また四半期報告制度の導入に伴って、平成20年4月以降開始される事業年度より、新たな内容および様式で決算短信および四半期決算短信が公表されている。そしてこの決算短信および四半期決算短信の中に、次期の業績予想の開示項目が含まれているのである。

最新の決算短信および四半期決算短信の「サマリー情報」で必ず開示しなければならない予想は、連結の通期業績予想だけであり、予想項目は売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、1株当たり当期純利益、1株当たり配当金の6項目である。それ以外の、第2四半期累計期間（中間期）の業績予想や個別業績予想の開示は省略可能である。また、「定性的情報・財務諸表等」では、次期における業績全般及びセグメント・事業分野別の見通しに関する分析や業績予想値算出の前提条件（1.(1)経営成績に関する分析）、目標配当性向などの投資方針（1.(3)利益配分に関する基本方針及び当期・次期の配当）、目標ROE・ROAなどの会社が目標として選択している経営指標（3.(2)目標とする経営指標）、設備投資計画や合併・買収計画等の会社が中長期的に検討している経営上の戦略（3.(3)中長期的な会社の経営戦略）などの、企業に関する予想情報が開示されている。

② 業績予想の修正

決算短信や四半期決算短信における経営者予想の公表に加えて、さらに企業は、公表済み予想値に重要な差異が生じた場合には、それを適時に開示しなければならない。この不定期の開示を業績予想の修正開示といい、それをを行うかどうかの概ねの目安は以下のようである⁵。

- (i) 売上高については、新規予想値が直近予想値と比べて10%以上変動している、
- (ii) 営業利益、経常利益、当期純利益については、新規予想値が直近予想値と比べて30%以上変動している、
- (iii) 配当については、予想値に変更があった全ての場合。

なお直近予想値が存在しない場合には前年度の実績値が代わりに用いられ、直近予想値がゼロの場合には新規予想値は全て開示しなければならない。

この業績予想の修正に関する証券取引所の有価証券上場規程の規則は、もともと平成元年4月に施行されたインサイダー取引規制に対応して定められたものである⁶。しかしながらその内容は、金融商品取引法等におけるインサイダー取引規制よりも、開示条件が若干厳しくなっている⁷。

③ 有価証券報告書に含まれている業績予想

企業内容の外部への開示資料である有価証券報告書は、事業年度終了後から3ヶ月以内に金融庁に提出することが、金融証券取引法によって義務付けられている。有価証券報告書の形式と内容は「企業内容等の開示に関する内閣府令」等で細かく規定されており、企業の当該事業年度における事業活動や財政状態について詳細な情報が提供されている。

有価証券報告書に含まれている予想情報としては、第一部「企業情報」第3「設備の状況」3「設備の新設、除却等の計画」において、新設設備の内容、設備投資予定額、完成予定年月などが記載されている。また、平成16年3月期有価証券報告書から開示が求められている、第一部「企業情報」第2「事業の状況」7「財政状態及び経営成績の分析」、通称MD&A (Management Discussion & Analysis) においても、翌期以降の業績に関する予想が記載されることがある（平成15年3月31日内閣府令第28号）。

6 わが国のアナリスト予想情報の特徴

(1) アナリスト予想の歴史的経緯

わが国において最も一般的なアナリスト予想としては、東洋経済新報社の刊行する「会社四季報」に掲載されている予想がある。会社四季報の歴史は古く、その創刊は昭和11年であり、四季報に予想の掲載が始まったのが昭和37年である。わが国では、従来、この四季報予想を筆頭に、「週刊東洋経済」「日経会社情報」「日本経済新聞」「日経金融新聞」といった独立系アナリストによる利益予想を、アナリスト予想として用いていた。

また例外的に、セルサイド・アナリストの予想である証券会社の利益予想を用いた研究もあったが（城下1984, Elton and Gruber 1990）、これらはいずれも筆者と証券会社との個人的な繋がりによって入手されたものであり、一般に

は利用不可能であった。

さらに、米国では、「I/B/E/S」「Zacks」「First Call」といった複数のアナリスト予想の平均値であるコンセンサス予想が古くから利用可能であったので、アナリスト予想にはこのコンセンサス予想を用いるのが一般的であったが、わが国では、四季報予想をはじめとする単独のアナリスト予想が用いられていた。そして1987年になってI/B/E/Sのデータベースがようやく日本市場のカバーを始め、それに伴ってアナリストのコンセンサス予想が入手可能となった。現在では、「I/B/E/S」以外にも「IFIS」「QUICK」といった金融情報ベンダーからコンセンサス予想が入手可能となっており、多くの研究がこれらのコンセンサス予想を用いるようになってきている。なお、コンセンサス予想は、通常セルサイド・アナリストの予想の平均である。

(2) アナリストの予想項目

アナリストの開示する予想情報には、アナリスト・レポートに含まれている、業績予想数値、株式レーティング (stock rating)、目標株価 (target price) などがある。アナリストの業績予想数値とは、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、営業キャッシュフロー、1株当たり利益等の様々な業績指標に関する予想数値のことである。

一方、株式レーティングまたはアナリスト推奨 (analyst recommendation) などと呼ばれる予想は、アナリストが企業のファンダメンタルズ (とりわけ1株当たり予想利益に基づくPER) から投資価値を判断し、ある所定の期間内において、当該銘柄の株価がTOPIXなどのベンチマークに対してどの程度上回る、あるいは下回るかの程度の大小を、順位付けたうえで記号化したものである。国内系の証券会社は5段階評価が一般的であるが、外資系投資銀行は3段階の評価が多い。また目標株価とは、株式レーティングよりもさらに具体的に、所定の期間内に達するであろう予想株価を示したものである。

以上、わが国の経営者予想とアナリスト予想について述べたが、両者の特徴および予想項目をまとめたものを、それぞれ図表26-4と図表26-5に示している。

〔図表26-4〕 経営者予想とアナリスト予想の特徴

	経営者予想	アナリスト予想
作成者	<ul style="list-style-type: none"> 上場企業の経営者 	<ul style="list-style-type: none"> セルサイド・アナリスト (証券会社に所属) バイサイド・アナリスト (資金運用会社に所属) 独立系アナリスト (ビジネス系出版社や新聞社に所属)
作成理由	<ul style="list-style-type: none"> 証券取引所が、「有価証券上場規程」に基づく制度開示の一環として公表を要求している 	<ul style="list-style-type: none"> 投資情報のひとつとして販売、あるいは自社で利用するため
掲載場所	<ul style="list-style-type: none"> 決算短信の「サマリー情報」等に記載されている 	<ul style="list-style-type: none"> アナリスト・レポート、投資雑誌、経済新聞等に記載されている
入手方法	<ul style="list-style-type: none"> 東京証券取引所が運営するTDnet等を通じて、無償で一般の公衆縦覧に供されている 	<ul style="list-style-type: none"> セルサイドおよび独立系アナリストによる予想情報、またそれらの予想を集計しているコンセンサス予想は、投資家に有償で提供されている バイサイド・アナリストによる予想情報は、通常入手不可能である
カバレッジ	<ul style="list-style-type: none"> 全上場企業 	<ul style="list-style-type: none"> 大企業に偏重している
予想期間	<ul style="list-style-type: none"> 半期と通期のみである 	<ul style="list-style-type: none"> 半期や通期といった中短期予想から、2期先以上の長期予想まで多種多様である
更新頻度	<ul style="list-style-type: none"> 四半期決算発表時に定期的に更新される 公表済み予想値に重要な差異が生じた場合には適時に開示される 	<ul style="list-style-type: none"> 新しい情報が入手される度に更新されるが、更新を年4回程度と定めている会社も多い

〔図表26-5〕 経営者とアナリストの予想項目の一覧表

予想項目		
経営者予想		アナリスト予想
決算短信等に 含まれている予想	業績予想の修正	有価証券報告書に 含まれている予想
<ul style="list-style-type: none"> 「サマリー情報」における個別・連結の第2四半期累計期間・通期業績予想で、予想項目は売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、配当など 「定性的情報・財務諸表等」における、セグメント・事業分野別の見通し、予想値算出の前提条件、利益配分の方針、目標とする経営指標、中長期的な会社の経営戦略など 	<ul style="list-style-type: none"> 公表済み予想値に重要な差異が生じた場合に新しく公表される予想 	<ul style="list-style-type: none"> 「設備の新設、除却等の計画」における設備投資の予想 「財政状態及び経営成績の分析」における業績の見通し
		<ul style="list-style-type: none"> アナリスト・レポートに含まれている業績予想数値、株式レーティング、目標株価など

7 経営者予想に関する研究

(1) 資本市場における有用性を検証する研究

資本市場における経営者予想情報の有用性を検証する研究には、会計情報の公表が株価にどのようなインパクトを与えているかについて検証するイベント・スタディ型の研究と、会計情報と株価にはどのような相関があるかについて検証する価値関連性型の研究が存在する。

最初に、イベント・スタディ型の研究で、経営者予想情報の有用性を検証しようとする場合に問題となるのが、わが国では経営者の次期予想値と当期の実績値とが決算発表で同時に公表されるということである。しかしながら、Darrough and Harris (1991) や Conroy et al. (1998) では、この2種類の利益情報が互いに与える影響を巧みにコントロールして、市場は当期利益情報よりも経営者予想利益情報の公表に対して、より顕著に反応するという結果を得ている。

この結果は、決算発表時に公表される経営者予想の情報内容の存在を支持する証拠であるが、経営者予想にはそれ以外にも、公表済み予想値に大きな変動が生じた場合に適時公表される業績予想の修正がある。この場合には、決算発表時に見られるような予想情報と実績情報の混合が生じないので、より正確に経営者予想の情報内容を検証することができる。そこで、多くの研究がこの業績予想修正の情報内容を検証している。

例えば、桜井・後藤 (1992) は、業績予想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、株価は予想の上方修正に対しては正に、下方修正に対しては負にそれぞれ反応するという結果を示している。その他にも、市場は株価のみならず出来高においても反応する (河1994)、株価は東証1部企業よりも東証2部企業や店頭企業に対してより大きく反応する (河1998、音川2000)、株価の反応は企業の規模や所有構造の違いによって異なる (後藤1996)、株価は売上高予想の修正よりも利益予想の修正に対してより強く反応する (円谷2007b)、といった様々な観点から業績予想修正の情報内容は検証されている。

次に、価値関連性型の研究では、次期予想利益を企業評価と理論的に結び付けている、Ohlson (2001) 企業評価モデルに依拠して、経営者予想情報の有用性を検証している。諸外国における研究では、次期予想利益の代理変数としてアナリスト予想利益を用いるのが一般的であるが、わが国では決算発表で経営者の次期予想利益が公表されるので、それを次期予想利益の代理変数として利用可能である。また、経営者予想利益は当期利益と同時に公表されるので、イベント・スタディ型の研究では情報内容の混合として問題であったが、クロスセクションで回帰分析を行う価値関連研究では、その問題は回避可能である。石川 (2001, 2002) は、その研究の主目的は配当の価値関連性の検証ではあるが、次期予想利益として経営者予想利益を用い、経営者予想利益が株価と密接に関連しているという証拠を示している。また太田 (2002) は、Ohlson (2001) で示されている企業評価に関する三つの主要な会計変数である、株主資本簿価、当期利益そして経営者予想利益の各々の価値関連性を検証し、三変数の中で経営者予想利益の価値関連性が最も高く、当期利益は経営者予想利益の存在する下ではほとんど価値関連性を有さないという結果を報告している。

(2) 特性を検証する研究

経営者予想の精度や誤差（バイアス）といった特性には、それに影響を与える様々な要因が存在することが報告されている。これらの研究の結果を要約すると以下のものである。

- (i) 経営者予想は全体的に楽観的であるが、景気拡大期にはその度合いが弱まるあるいは悲観的となり、景気後退期には楽観的度合いが強くなる (Ota 2006他)⁸,
- (ii) 経営者予想誤差は産業セクターによって異なっており、特に規制産業の予想は悲観的となる傾向がある (國村1984, 森・関1997, Ota 2006, 乙政・榎本2007b),
- (iii) 経営者予想は、大規模企業よりも小規模企業の方が精度が低く、より楽観的である (太田2005, Ota 2006),
- (iv) 店頭市場企業や新興市場企業の経営者予想は、一部・二部上場企業の予想よりも楽観的である (Ota 2006, 円谷2007a),
- (v) 成長企業の経営者予想は悲観的となる傾向がある (Ota 2006, Kato et al. 2006, 乙政・榎本2007b),
- (vi) 倒産企業の公表する経営者予想は、コントロール企業（非倒産企業）の経営者予想と較べて過度に楽観的であり、その楽観度は倒産期が近づくにつれてさらに増加する (須田・太田2004),
- (vii) 前期赤字企業や財務的困窮企業の経営者予想は楽観的である (Ota 2006),
- (viii) 経営者予想は実際利益が増益である場合には悲観的であり、減益である場合には楽観的である (國村1984),
- (ix) 経営者予想は実際利益が赤字である場合に非常に楽観的である (乙政・榎本2007a, 2007b),
- (x) 経営者予想は前期利益よりも増益の予想である割合が過度に多い (後藤1997, Kato et al. 2006, 浅野2007, 乙政・榎本2007b),
- (xi) 前期の経営者予想が楽観的（悲観的）であった企業は、今期の経営者予想においても楽観的（悲観的）であるというように、予想誤差には持続性がある (Ota 2006, Kato et al. 2006, 清水2007),

- (xii) 金融機関持株比率および外国法人持株比率が高い企業ほど、その経営者予想は正確である (乙政・榎本2007b),
- (xiii) 新株発行企業の経営者予想は悲観的である (Ota 2006),
- (xiv) 増配予想の経営者予想利益は悲観的である (Ota 2006)。

(3) 経営者の利益および期待マネジメントを検証する研究

わが国の上場企業を対象にしたサーベイ調査からは、日本企業の経営者が利益を外部に報告するときに目標値として最も重視するのは、自社が公表した予想値、すなわち経営者予想利益であるという結果が報告されている (須田・花枝2008)。また、その目標値を達成することのメリットとしては、資本市場の信頼確保ということが第一にあげられている。この須田・花枝 (2008) によるサーベイ調査の結果からは、日本企業の経営者が、自社の公表した利益予想値を資本市場に対するコミットメントであると考え、市場の信頼性を確保するために何とか予想値に達しようと努めていることが窺える。

そして、経営者が自らの利益予想値を達成するための手段としては、報告利益を調整する利益マネジメントによる方法と、予想値自体を達成可能な値に修正する期待マネジメントによる方法の2つがある。

最初に、利益マネジメントを調査する研究には、須田・首藤 (2004) や野間 (2004) がある。これらの研究では、中間決算短信で公表された個別と連結の経営者予想をそれぞれ用いて、それらの予想誤差のヒストグラムによる分析から、報告利益が予想利益を僅かだけ上回る企業数は僅かだけ下回る企業の数よりも極端に多いという結果を示している。さらに経営者の意図が反映されていると考えられる裁量的会計発生高による分析から、経営者は自らが公表した予想値を満たすために利益調整を行っているという証拠を示している。また首藤 (2007) では、そのような利益調整を行う動機として、証券市場に関連する要因の影響が大きいという、先の須田・花枝 (2008) によるサーベイ調査の結果を支持する証拠を得ている。

次に、浅野 (2007) では、経営者は、自ら公表した予想値を満たすというポジティブ・サプライズを達成するため、あるいはネガティブ・サプライズを回避するための手段として、会計発生高による利益マネジメントよりもむしろ予

想の修正による期待マネジメントを一般的に用いているという結果を報告している。また円谷（2008）でも、決算発表直前に業績予想を駆け込み的に修正する企業が非常に多く存在し、その修正値が実績値と全く同一である企業がサンプル全体の8.5%にもものぼるといふ、予想修正による企業の期待マネジメントの浸透を示唆する結果を得ている。

(4) 経営者予想を用いるその他の研究

① 市場のミスプライシングを検証する研究

経営者予想に関するその他の研究としては、最初に、経営者予想情報に関する市場のミスプライシングを調査する研究がある。Ota（2006）では、期首の経営者予想利益に含まれている予想誤差を様々な企業特性から予想し、その予想された予想誤差の大きさに基づくヘッジ・ポートフォリオ戦略によって、超過リターンが獲得できるという結果を報告している。さらに清水（2007）では、経営者予想誤差の持続性に焦点を当てた詳細な分析を行い、前年度の予想誤差の大きさに基づくヘッジ・ポートフォリオ戦略によって同様の証拠を得ている。

一方、村宮（2008）では経営者予想利益を残余利益モデルへのインプットとして用いて理論株価を算定し、それを現在株価で除した比率の高低に基づくヘッジ・ポートフォリオ戦略によって超過リターンが獲得できるという結果を示している。また太田（2002）においても現在株価を経営者予想利益で除した比率から同様の結果を得ている。

Ota（2006）と清水（2007）の結果は、経営者予想に含まれている予想可能な予想誤差を市場が効率的に織り込んでいないということを示唆する結果であり、村宮（2008）と太田（2002）の結果は、経営者の公表する利益予想情報を市場が十分に活用していないということを示唆する結果といえる。

② ディスクロージャーの質との関係を検証する研究

最後に、企業のディスクロージャーに対する姿勢が、その企業の公表する予想、すなわち経営者予想の予想精度に反映されているのではないかということ調査する研究がある。例えば、大鹿（2005, 2008）では株主総会の活性化、円谷（2007a）では企業のトップが決算説明会に参加しているなどの、企業の

IR活動に対する熱心さが、経営者予想の予想精度の高さと関連しているという証拠を示している。またこのような証拠は、経営者予想の予想精度を企業のディスクロージャー情報の質を表す代理変数として用いることの妥当性を支持するものといえる。村宮（2005）では、経営者予想の予想精度と資本コストとの関係を調査し、経営者予想の予想精度が高い企業、すなわち企業のディスクロージャー情報の質が高い企業ほど、資本コストが低いという結果を報告している。

(5) 経営者予想をアナリスト予想と比較する研究

① 経営者予想と独立系アナリスト予想を比較する研究

経営者予想と独立系アナリストの予想である四季報予想を比較する最初の研究には、國村（1980, 1984）があり、3月決算企業が本決算発表時に公表する期首の経営者予想の精度を、6月、9月、12月、翌年3月の四季報予想の精度と比較している。そして、期首の経営者予想と6月の四季報予想では予想精度に大差はないが、期末に近づくにつれて四季報予想の予想精度は有意に高くなるということを見出している。この期首の経営者予想と6月の四季報予想との近似は、大量サンプルを用いた太田（2002）においても示されており、3月決算企業が1979—1999年の期間に公表した27,939個の経営者予想利益の、実に81.5%が6月の四季報予想と同一であると報告している。

次に、太田（2007）では、期首のみならず期中に公表される全ての経営者予想を用いて、四季報予想との比較を行っている。そして、3月決算企業が本決算および中間決算時に公表する経営者予想とその直後の6月および12月の四季報予想では80%以上が同一である、期中における四季報予想の変動の95%以上が経営者予想によって説明されるということを見出し、わが国の業績予想においては、経営者予想が中心的な役割を担っていると結論付けている。さらに、四季報予想は経営者予想公表からの経過日数が長くなるほど経営者予想よりも有意に精度が高くなる、経営者予想の修正開示の70%は中間および本決算期末後に行われるという結果から、経営者予想の公表は必ずしもタイムリーではなく、アナリスト予想は、そのような経営者予想の適時性の欠如を補う補完的な役割を果たしていると述べている。

② 経営者予想とコンセンサス予想を比較する研究

経営者予想とI/B/E/Sコンセンサス予想を比較する研究には、太田(2005)がある。太田(2005)では、予想精度と価値関連性という2つの観点から、3月決算企業の期首の経営者予想を、6月のI/B/E/S予想と四季報予想という2種類のアナリスト予想と比較している。そして、I/B/E/S予想は経営者予想や四季報予想よりも有意に予想精度および価値関連性が劣り、経営者予想と四季報予想では予想精度および価値関連性に大差は見られないという結果を得ている。この結果は、I/B/E/S予想のセルサイド・アナリスト・バイアスの存在を示すと同時に、市場が精度の高い予想情報を正しく選択して株価に織り込んでいることを示唆する証拠といえる。

次に、経営者予想とQUICKコンセンサス予想を比較する研究には、野間(2008)がある。野間(2008)では、経営者予想とその公表前のQUICK予想との差のヒストグラムによる分析から、経営者は事前のQUICK予想を僅かだけ上回る予想を多く公表する傾向があることを発見している。そしてその原因を、経営者が市場を意識して、アナリスト予想に対して僅かだけポジティブ・サプライズになるように期待マネジメントを行っているからであろうと推測している。さらに野間(2008)では、経営者予想とその公表後のQUICK予想の変化を調査し、多くのアナリストが経営者予想公表から3日以内という非常に短期間で、経営者予想に近い値に予想を修正するという結果を報告している。

8 アナリスト予想に関する研究

(1) 資本市場における有用性を検証する研究

資本市場におけるアナリスト予想情報の有用性を検証する研究には、その著者の多くが現役のアナリストであるということもあってか、証券市場のアナリスト予想情報に対する効率性、すなわちアナリスト予想を用いた投資戦略による超過リターンを獲得可能性を検証する研究が多い。これらの研究では、アナリスト予想の修正に着目し、(i)株価はアナリスト予想の上方修正に対しては正に、下方修正に対しては負にそれぞれ反応している、(ii)アナリスト予想の修正が公表される前に株価はその情報の大部分をすでに織り込んでおり、修正公表

後にはもはや超過リターンを獲得するのは困難であるという、市場の効率性を支持する結果を報告している(吉田1991, 坂本1996, 石川1996, 阿部1999)。

(2) 特性を検証する研究

アナリスト予想の精度や誤差(バイアス)といった特性には、それに影響を与える様々な要因が存在することが報告されている。これらの研究の結果を要約すると以下のようなものである。

- (i) アナリスト予想は全体的に楽観的であるが、景気拡大期にはその度合いが弱まるあるいは悲観的となり、景気後退期には楽観的度合いが強くなる(石川1996, 木下・久保1999, 松村2001)⁹,
- (ii) アナリストの予想精度および誤差は産業セクターによって異なる(木下・久保1999, 太田2005),
- (iii) アナリストの予想は、小規模企業よりも大規模企業に関して予想精度が高い(木下・久保1999, 阿部2000, 太田2005),
- (iv) カバーするアナリストの人数が多い企業ほどアナリストの予想精度が高い(阿部2000, 太田2005),
- (v) アナリスト予想の修正は同一方向にかつ少しずつ段階的に行われる(松村2001)¹⁰。

(3) 複数のアナリスト予想を比較する研究

わが国における複数のアナリスト予想利益を比較している研究には、Conroy and Harris (1995)がある。彼らは、日本におけるI/B/E/S予想と四季報予想の精度とバイアスを比較し、四季報予想の方がI/B/E/S予想よりも精度が高く、I/B/E/S予想は過度に楽観的であるという証拠を得ている。そしてその理由として、I/B/E/S予想が主としてセルサイド・アナリストの予想であるのに対して、四季報予想がより中立的な出版社系アナリスト(独立系アナリスト)の予想であることによるのではないかと推測している。

この日本のセルサイド・アナリストの楽観的バイアスについては、Higgins (2002)によってさらに詳細に分析されている。Higgins (2002)は、日本のI/B/E/S予想を、日本のアナリストによる予想と米国のアナリストによる予

想とに分割してその精度とバイアスを比較し、日本企業に関する予想であるにもかかわらず、日本のアナリストによる予想よりも米国のアナリストによる予想の方が精度が高く、日本のアナリストによる予想は過度に楽観的であるという証拠を示している。そしてその理由として、日本の大手証券会社と企業との間には伝統的に密接な関係があり、日本の証券会社がアナリストの独立性を制約しているからではないかと推測している。

(4) 株式レーティングを用いる研究

わが国における株式レーティングは、1993年に野村総合研究所が発表したのが最初であるので、その歴史はあまり長くない。従って、株式レーティングを用いた研究も、あまり数が多くないが、それらの研究では、主に次の2つの事柄を検証している。1つ目は、買い（今後6ヶ月でTOPIXを10%上回る）、中立（今後6ヶ月でTOPIXの±10%以内である）、売り（今後6ヶ月でTOPIXを10%下回る）といったレーティング自体の有用性を調査するものであり、2つ目は、新規レーティング、レーティングの継続、レーティングの変更といったレーティング履歴の有用性を検証するものである。

最初に、レーティング自体の有用性に関しては、小川・國村（2001）で買い推奨の株価はその公表後6ヶ月間にわたって少しずつ上昇し続け、売り推奨の株価は下落し続けるという、レーティング自体の実際的な有用性を支持する結果を得ている。しかしながら、このレーティング自体の実際的な有用性を支持する結果は、市場の効率性に反するものである。小川（2003）ではその点について追加的分析を行い、市場リスクを考慮した場合、レーティング自体の実際的な有用性は消滅するという結果を報告している。

次に、株式レーティングの変更に関しては、末木（1997, 1999）や小川（2003, 2004）でイベント・スタディ型の検証方法を用いて、レーティング変更の公表日前後の数日間において、格上げ企業の株価は有意に上昇し、格下げ企業の株価は有意に下落しているという結果を得ている¹¹。このレーティング変更に関する研究は、その後も太田・近藤（2008）で詳細に分析され、レーティング変更公表日の異常リターンは、格上げで2.25%、格下げで-2.19%であり、株式取引高も、格上げ、格下げ共に通常の2.4倍に膨らむという結果を

得ている。

さらに太田・近藤（2008）では、(i)レーティングの変更幅が大きいほど市場は大きく反応する、(ii)株価の反応の方向はレーティング変更の方向に依存しているが、レーティングの水準も反応の大きさと関連性がある、(iii)市場は大手証券会社の公表するレーティングにより大きく反応する、(iv)市場は小規模の企業に対するレーティングの公表により大きく反応する、(v)市場は買いよりも売りのレーティングに対してより大きく非対称的に反応する、(vi)市場は最上位のレーティングの継続により大きく反応する、(vii)市場は買いレーティングの新規付与には反応するが中立レーティングの新規付与には反応しない、などといった結果を報告している。

(5) アナリスト予想を用いるその他の研究

① 株主資本コストとの関係を検証する研究

アナリスト予想を用いるその他の研究としては、第1に、企業情報の開示と株主資本コストとの関係を調査する研究がある。音川・村宮（2006）では、アナリスト予想のバラつきや精度などから企業情報に関する公的情報と私的情報の精度を定量化し、公的情報と私的情報を合わせた全体的情報の精度もしくは公的情報の精度が高くなると株主資本コストは低下し、逆に全体的情報に占める私的情報の割合および私的情報の精度が高くなると株主資本コストは上昇するという結果を報告している。また竹原（2007）も同様の研究を行い、公的情報の精度を高めることが株主資本コストの低減につながるという結果を示している。ただし、私的情報に関しては、私的情報の精度を高めることは公的情報ほどではないが株主資本コストの低減につながるという、音川・村宮（2006）とは異なる結果を得ている。

② 市場のミスプライシングを検証する研究

第2に、アナリスト予想を用いた市場のミスプライシングを調査する研究がある。奥村・吉田（2000）や須田・竹原（2005）では、アナリスト予想利益を残余利益モデルへのインプットとして用いて理論株価を算定し、それを現在株価で除したV/P比率の高低に基づくヘッジ・ポートフォリオ戦略によって、超過リターンが獲得できるという市場のミスプライシングを示唆する結果を報

告している。ただし両研究からは、残余利益モデルにアナリスト予想利益を用いた V/P 比率よりも、単に純資産を用いただけの V/P 比率（簿価時価比率）に基づくヘッジ・ポートフォリオ戦略の方が、長期的にはより良いパフォーマンスが得られるという、米国の先行研究とは異なる結果も示されている。

③ ハーディング行動を検証する研究

第3に、アナリストのハーディング行動を調査する研究がある¹²。例えば、朝倉・宇野（2004）では、ファンド間の構成銘柄のウェイト変化の相関からファンド・マネジャーのハーディング行動を観察している。また中川（2008）では、アナリスト予想利益のコンセンサス予想利益へのハーディングを、アナリストのキャリア・コンサーンという観点から検証している。そして、アナリストのリスク許容度を評判と経験との組み合わせによって分類し、高リスク許容アナリスト（高い評判・長い経験あるいは低い評判・短い経験）はコンセンサス予想から乖離した大胆な予想を公表するが、低リスク許容アナリスト（高い評判・短い経験あるいは低い評判・長い経験）はコンセンサス予想に近い予想を公表するという結果を報告している。さらに中川（2008）では、大手証券会社に属するアナリストや外国人アナリストは、より大胆な予想を公表する傾向があるという証拠を示している。

④ アナリスト・カバレッジを検証する研究

最後に、アナリストは全ての上場企業を調査対象としているわけではない。そこで、アナリストはどのような企業をカバーするのかという、アナリスト・カバレッジを調査する研究がある。中井（2004）では、企業をカバーするアナリストの人数に影響を与えると予想される様々な要因について検証を行っている。そして、アナリストは、重要顧客である機関投資家の保有比率が高い企業や、情報が入手しやすく売買手数料の大きい大企業をより多く調査対象とし、逆に、分析コストがかかる多角化企業をあまりカバーしないという結果を示している。

9 おわりに

(1) 経営者予想制度の意義

本稿における、わが国の利益予想情報に関する研究論文のサーベイからは、わが国の予想情報には情報内容および価値関連性があり、市場に有用な情報を提供しているということをサポートする多数の証拠が提示されている。また同時に、予想情報には、予想精度や誤差に影響を与える様々な要因が存在しているという結果も報告されている。これらの結果は、わが国の予想情報は完全にバイアス・フリーではないが、それは予想情報の信頼性を大きく毀損してしまう程のものではなく、それ故に資本市場において価値のある情報として用いられているということを示していると解釈できる。また、予想情報を比較する研究からは、わが国の業績予想においては経営者予想が中心的な役割を担っているという証拠が示されている。

以上のサーベイ結果は、わが国の利益予想情報の価値を肯定するものであり、またそれは、わが国特有の経営者予想開示制度を肯定するものでもある。その一方で、近年の米国では、経営者による短期の利益予想の公表は¹³、企業の短期指向（Short-termism）を助長し長期的な企業価値の損失につながるとして、経営者予想の公表を廃止すべきであるという主張が声高に叫ばれている（CFA Institute 2006）。その提唱者の一人が、米国の著名な投資家である Warren Buffett である。Buffett は、四半期利益予想の公表は、経営者の貴重な時間の無駄遣いであると論じて、自らが CEO を務める Berkshire Hathaway の経営者予想の公表を中止し、また役員を務める Coca-Cola や Gillette もその例にならった。

そこで本節では、このような米国における経営者利益予想の公表に対する批判が、わが国の経営者予想にもあてはまるかについて議論したい。確かに米国では、四半期 EPS が市場の予想 EPS を 1 セント下回っただけで、株価が過剰に反応して大きく下落してしまうというような現象が見受けられる。そこで経営者は、市場の予想を誘導したり裁量的費用や投資計画を調整するなどして、利益サプライズが起こらないように努めざるを得ない。Buffett が主張す

るように、このような利益ゲームに四半期毎に従事するのは、確かに経営者の時間の無駄であると思われる。しかしながら、日米では投資環境や経営者予想のあり方が異なっており、米国における議論がそのまま日本の経営者予想制度にあてはまるとは考え難い。

第1に、日米ではアナリストの人数に大きな隔りがある。投資先進国の米国ではCFA Instituteに所属しているアナリストは約95,000人、日本のSAAJに所属しているアナリストは約21,000人である。それに対してカバーすべき上場企業数は、米国ではNYSEとNASDAQをあわせて約5,400社、日本では東証とJASDAQをあわせて約3,400社である。もちろん、日米では企業規模等が異なるので単純な比較は出来ないが、日本のアナリストが平均的により多くの企業をカバーしているのは事実であり、それを可能にしているのが、わが国の経営者予想制度である。なぜなら、わが国のアナリストは、経営者予想をたたき台にして企業の業績予想を形成できるので、予想を一から作り上げる必要がないからである。もし仮に、わが国で経営者予想制度が廃止されれば、それはアナリストの企業カバレッジの減少を引き起こし、投資情報環境の悪化をきたすと思われる。

第2に、米国の批判は、四半期利益予想の公表に対してであり、年次利益予想に対してではない。事実、米国で四半期利益予想の公表を中止した企業の多くが、年次利益予想は公表し続けている。わが国の経営者予想制度では、原則的には半期と年次利益予想の公表のみが要求されており、各四半期の利益予想については公表する必要がない。

第3に、米国における経営者予想廃止の提唱は、主として実務サイドから行われているものであり、アカデミック・サイドからはその反証事例が報告されている。例えば、Chen et al. (2006) は、四半期利益予想の廃止を公表した企業の公表日前後3日間の累積異常リターンは-4.8%であり、市場は経営者予想開示の中止をBad Newsとして捉えているという証拠を示している。またHouston et al. (2007) は、四半期利益予想を廃止した企業は、それが企業の長期指向への一助となるということを標榜しているにもかかわらず、実際には資本投資や研究開発費などの長期投資を増加させていない、また予想廃止企業の31%は1年半後には再び予想の公表を開始しているという結果を報告してい

る。

これらの現状に鑑みると、米国における経営者予想廃止の潮流が、そのまま日本の経営者予想廃止の議論につながるとは思われない。現在のわが国の経営者予想制度は、証券取引所が30年以上の年月をかけて、企業側の理解を求めながら苦心して作り上げてきたものである。予想の項目、形式、開示の時期、方法、そして修正の取り決め等々、実に詳細な規定が存在しており、わが国が他国に誇れる財務情報のひとつである。今後ともこの制度を維持し改善していくことは、わが国の投資インフラの整備に貢献することであろう。

(2) 予想情報研究の今後の課題

最後に、わが国の予想情報研究に関する今後の研究課題を2つ提示したい。第1の課題は、論文数の増加の必要性である。これは予想情報研究の領域に限らず、他の研究領域においても同様かもしれないが、わが国の予想情報に関する研究論文数は、米国と比較して極端に少ない。これは、とりわけアナリスト予想に関する研究について顕著である。例えば、アナリスト予想情報に関する最新のサーベイ論文である、Ramnath et al. (2008a, 2008b) によれば、1993—2005年までの12年間の期間に、会計・ファイナンスの主要9ジャーナルで発表された、アナリスト予想に関する研究論文数は実に250本以上である。また経営者予想に関する研究については、わが国でもそれなりの論文数があるが、それでも筆者が行った先と同様の調査によると、米国では予想情報研究に関する論文数が150本以上はあり、両国の間にはまだまだ大きな隔りがある。

このように、わが国と米国とでは、研究の質の問題は議論しないとしても、既に量的に圧倒的な差があるといえる。従って、予想情報研究のサーベイを行うおうにも、わが国の研究論文だけを用いたのでは、タクソノミーの構築さえままならないというのが現状である。今後、わが国の予想情報に関する研究論文数の増加が強く望まれる。

第2の課題は、研究対象の偏りの是正である。確かに米国と比較するとかなり見劣りはするものの、それでも今日までの予想情報研究の結果から、わが国の経営者およびアナリスト予想にはどのような特性があり、またそれらの予想情報が資本市場においてどのようなインパクトを与えているかという証拠は、

それなりに蓄積されてきている。このような実証的証拠の蓄積は、これらの予想情報を実際に用いる上で重要なことだと思われる。

しかしながら、その研究のほとんどは、業績予想値や株式レーティングなどを対象としたものに偏っており、これらの予想情報は図表26-5で示した利用可能な予想情報全体の極く一部に過ぎないということには注意が必要である。

例えば、『Institutional Investor (International edition)』誌の2007年4月号における、日本の機関投資家およびバイサイド・アナリストがセルサイド・アナリストに求めるもののアンケートの調査結果は、以下のものである。

- 1位 業界知識の深さ
- 2位 企業経営陣へのアクセスの良さ
- 3位 推奨銘柄の的確性
- 4位 特別なサービス（企業訪問やコンファレンス）
- 5位 コンタクトのし易さ・即答性
- 6位 タイムリーかつ役立つ電話連絡や訪問
- 7位 業績予想の正確性
- 8位 レポートの内容
- 9位 企業金融業務からの独立性
- 10位 コミュニケーション能力

業績予想値は7位、株式レーティングは3位と決して順位は高くない。米国における同様の調査では、これらのランキングはさらに低く、せいぜい10位前後である（平松2003b, 北川2007）。北川（2007）ではこの点を取り上げ、「アナリストによる四半期業績予想の精度が企業側のアーニングス・ガイダンスより劣るとしてもそれはアナリストの職能全体から見れば優先度を持たない仕事の一部分についての評価であり、そこに執着するアカデミック・サイドの論文はアナリストの実際の職務を十分に理解していない傾向があるという批判の声がアナリスト・サイドから聞こえてきそうである。」と指摘している。

また、経営者予想情報に関しても、2005年に東証が実施した「決算短信に関する一般投資家へのアンケート調査結果」によれば、決算短信の「定性的情報・財務諸表等」（2枚目以降の添付資料）の利用項目の中で、「よく利用する」と「ときどき利用する」の合計が一番高い項目は、「業績見通しの文章説

明」であり、その合計比率は55.5%にも達している。しかしながら、このような定性的な予想情報を用いた研究は、わが国では筆者の知る限り存在しない。

つまるところ、筆者自身も含めたアカデミアの研究者が研究対象としているのは、計量化が容易で統計的解析が可能な予想情報に偏っているのである。この研究対象の無意識なセレクション・バイアスは、「木を見て森を見ず」で、些末な一面にのみ拘って本質や全体像を捉えていない危険性を孕んでいると思われる。今後は、予想情報が投資情報の中で担っている真の役割という大局的な観点から、研究対象とする予想情報の幅を拡張していく必要があるであろう。

最後に、これらの課題を克服するためのインフラが、近年整いつつあるということに言及しておきたい。現在、インターネットの普及に伴って、業績予想については「トムソンファイナンシャル」「アイフィスジャパン」「QUICK」「日経メディアマーケティング」といった金融情報ベンダーから、オンラインでデータが入手可能となっている。有価証券報告書や決算短信等についても「eol」「EDINET」「TDnet」などを用いて容易に閲覧および入手することができる。このように、予想情報データのアベイラビリティについては、現在と一昔前とでは隔世の感があり、これは論文数の増加および研究対象の拡張という先の2つの課題の克服にとって明るい予兆といえる。わが国の予想情報研究は、今後十分に発展の期待できる研究領域であるといえよう。

■注

- 1 セルサイド・アナリストとバイサイド・アナリストの違いについては、北川（2004）やGroysberg et al.（2007）を参照されたい。
- 2 同様の感想は、企業からの直接の訪問を受けている機関投資家側からも述べられている（『証券アナリストジャーナル』2007年8月号の座談会「アナリストおよびIR活動の現状と問題点」を参照されたい）。
- 3 包括的和解（Global Settlement）とは、セルサイド・アナリストの利益相反に関する問題について、2003年4月に、SECおよびその他の規制当局と、10の大手投資銀行との間で結ばれた合意のことで、和解金は総額で13億8,750万ドルという莫大なものであった。包括的和解の詳細については平松（2003a）を、独立系アナリストについてはCoulson et al.（2003）や田中（2004）を参照されたい。

- 4 不適正な情報開示による適時開示違反が認められた企業には、その内容や程度に応じて、「口頭注意」、「当該開示に至る経緯及び改善策を記載した書面（経緯書）の徴求」、「改善報告書の徴求」という3段階の措置がとられる。このうち改善報告書は、特に改善の必要性の高いケースであり、また投資家に改善を約束するという意味も含めて5年間公衆縦覧に供されている（<http://www.tse.or.jp/listing/kaizen>, http://www.ose.or.jp/rules/rl_tkkh.html）。さらに、改善報告書を、証券取引所が再度設定した期限までに提出しない等の事由から、規則違反企業に改善の見込みがないと判断された場合には、上場廃止となる（改善報告書の提出は「有価証券上場規程」第502条、上場廃止については同規程第601条第12号および「有価証券上場規程施行規則」第601条第9項に基づいている）。なお適時開示制度の変遷に関する歴史的背景やその詳細については、飯沼（2006）、土本・飯沼（2007）、久保（2007）等を参照されたい。
- 5 売上高、営業利益、経常利益、純利益に関する予想の修正開示については、「有価証券上場規程」第405条第1項および「有価証券上場規程施行規則」第407条に基づいている。なお配当に関する予想の修正開示については、「有価証券上場規程」第405条第2項で定められている。
- 6 業績予想の修正開示に関するインサイダー取引規制は、昭和63年5月に公布された改正証券取引法によって新設された第190条の2に始まり、それを受けて平成元年2月3日に制定・公布された2つの政省令、「証券取引法施行令の一部を改正する政令（平成元年政令第23号）」および「会社関係者等の株券等の取引規制に関する省令（平成元年大蔵省令第10号）」に基づいている。その後、証券取引法第190条の2は、第166条に整理されており、業績予想の修正開示に関する規定は第166条第2項第3号に記載されている。また2006年6月に、証券取引法は金融商品取引法に改正・改題されている。なお、昭和63年改正証券取引法第190条の2については宮沢（1988）、平成元年のインサイダー取引規制に関する2つの政省令については堀本（1989）や神崎（1989）、その後の変遷については神田（1997）を参照されたい。
- 7 インサイダー取引規制（「会社関係者等の株券等の取引規制に関する内閣府令」第3条第1項）では、(i)売上高については、新規予想値が直近予想値と比べて10%以上変動している、(ii)経常利益については、新規予想値が直近予想値と比べて30%以上変動しており、かつ、その変動額が純資産額の5%以上である、(iii)当期純利益については、新規予想値が直近予想値と比べて30%以上変動しており、かつ、その変動額が純資産額の2.5%以上である、(iv)配当については、新規予想値が直近予想値と比べて20%以上変動している、と規定されている。

- 8 経営者予想が楽観的であるか悲観的であるかは、検証期間によって異なる結果が報告されている。詳細は、経営者予想についてのサーベイ論文である太田（2006, p.72）を参照されたい。
- 9 木下・久保（1999）では、この原因を、アナリストが予測時点において利用可能な景況情報を考慮していないからであるとしている。そして、アナリストの予想バイアスが、予想公表時点における景気動向指数（DI）から推測可能であることを示している。
- 10 松村（2001）はこの原因について、人には、最初に抱いた初期値に係留し、そこから段階的な調整を経て最終的な予想に達するという、「アンカリングと調整」と呼ばれる予想形成プロセスがあるからだとしている。
- 11 ただし、末木（1997, 1999）の研究では、レーティング自体の実際の有用性の検証と、レーティング変更に対する市場の反応を調査することによる情報内容の検証とが混同されており、結論が明確ではない。
- 12 ハーディングとは、「群れの行動」と呼ばれる横並び意識に基づく追従行動や同調行動のことである。
- 13 米国では、経営者が公表する利益予想のことを、利益ガイダンス（Earnings Guidance）と呼んでいる。

[参考文献]

- 阿部圭司（1999）「アナリストによる利益予想と株価」『高崎経済大学論集』第42巻第1号、33-49。
- 阿部圭司（2000）「アナリストによる企業業績予想に関する調査」『産業研究（高崎経済大学附属産業研究所紀要）』第35巻第2号、54-66。
- 朝倉庸仁・宇野陽子（2004）「構成銘柄のウエートを用いた年金マネジャーの投資行動とハーディング」『証券アナリストジャーナル』第42巻第6号、109-125。
- 浅野敬志（2007）「経営者の業績予想における期待マネジメントと利益マネジメント」『年報経営分析研究』第23号、33-42。
- CFA Institute（2006）“Breaking the Short-Term Cycle.”
- Chen, S., D. Matsumoto, and S. Rajgopal, 2006. Is Silence Golden? An Empirical Analysis of Firms that Stop Giving Quarterly Earnings Guidance. Working Paper, University of Washington.
- Conroy, R. and R. Harris, 1995. Analysts' Earnings Forecasts in Japan: Accuracy and Sell-side Optimism. *Pacific-Basin Finance Journal* 3 (4), 393-408.
- Conroy, R., R. Harris, and Y. Park, 1998. Fundamental Information and Share

- Prices in Japan: Evidence from Earnings Surprises and Management Predictions, *International Journal of Forecasting* 14 (2), 227-244.
- Coulson, C., R. Ellis, and C. Lumpkins, 2003. *The October Revolution on Wall Street*. Coffin Communications Group.
- Darrrough, M. and T. Harris, 1991. Do Management Forecasts of Earnings Affect Stock Prices in Japan? in *Japanese Financial Market Research*, edited by W. Ziemba, W. Bailey, and Y. Hamao, 197-229, North Holland, Amsterdam.
- Elton, E., and M. Gruber, 1990. Analysts' Expectations and Japanese Stock Prices. in *Japanese Capital Markets*, edited by Elton, E. and M. Gruber, 283-297, Harper & Row, New York, NY.
- 後藤雅敏 (1996) 「日本企業の経営者が公表する利益予想改訂情報と株価の変動」 シャム・サンダー・山地秀俊編著『企業会計の経済学的分析 第3章』, 中央経済社, 36-53。
- 後藤雅敏 (1997) 『会計と予想情報』中央経済社。
- 後藤雅敏・桜井久勝 (1993) 「利益予想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。
- Groysberg, B., P. Healy, C. Chapman, D. Shanthikumar, and Y. Gui, 2007. Do Buy-Side Analysts Out-Perform the Sell-Side? Working Paper, Harvard Business School.
- 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。
- Higgins, H., 2002. Analysts' Forecasts of Japanese Firms' Earnings: Additional Evidence. *The International Journal of Accounting* 37 (4), 371-394.
- 平松那須加 (2003a) 「成立した米国アナリスト問題の和解」『資本市場クォーターリー』第7巻第1号, 25-34。
- 平松那須加 (2003b) 「注目が高まる米国の独立系リサーチ会社」『資本市場クォーターリー』第6巻第4号, 16-24。
- 堀本修 (1989) 「インサイダー取引規制関係政省令の制定について」『企業会計』第41巻第5号, 31-37。
- Houston, J., B. Lev, and J. Tucker, 2007. To Guide or Not to Guide? Causes and Consequences of Stopping Quarterly Earnings Guidance. Working Paper, University of Florida.
- 飯沼和雄 (2006) 「東京証券取引所における適時開示制度の整備—適時開示の充実を
目指して—」『月刊資本市場』第252号, 35-50。
- 石川貴志 (1996) 「わが国における業績予想データの特性と市場の効率性の検証—利益予想データの活用法—」『証券アナリストジャーナル』第34巻第4号, 19-37。
- 石川博行 (2001) 「利益の時系列特性と配当に対する市場の評価」『会計』第160巻第6号, 854-869。
- 石川博行 (2002) 「企業価値評価における配当の役割(2)」『大阪市立大学経営学会『経営研究』』第52巻第4号, 125-154。
- Kato, K., D. Skinner, and M. Kunimura, 2006. When Voluntary Disclosure Isn't Voluntary: Management Forecasts in Japan. Working Paper, Osaka University of Economics.
- 神田秀樹 (1997) 『注解証券取引法』有斐閣。
- 神崎克郎 (1989) 「インサイダー取引の未然防止」『企業会計』第41巻第5号, 38-48。
- 木下俊宏・久保直也 (1999) 「企業業績予想値のバイアス」『証券アナリストジャーナル』第37巻第10号, 77-93。
- 北川哲雄 (2004) 「わが国機関投資家における意思決定プロセスの変化に関する一考察」『横浜経営研究』第24巻第4号, 323-334。
- 北川哲雄 (2007) 「解題 (特集 証券アナリストの役割と情報)」『証券アナリストジャーナル』第45巻第8号, 2-5。
- 久保幸年 (1992) 『適時開示の理論と実務』中央経済社。
- 久保幸年 (2007) 『適時開示ハンドブック (第2版)』中央経済社。
- 國村道雄 (1980) 「利益予想と会計情報」『企業会計』第32巻第4号, 494-500。
- 國村道雄 (1984) 「わが国企業の決算予想情報の特徴」『証券アナリストジャーナル』第22巻第8号, 9-30。
- 松村尚彦 (2001) 「アナリスト予想の保守的バイアス—業績予想の非効率性と投資戦略への応用—」『証券アナリストジャーナル』第39巻第9号, 28-45。
- 宮沢洋一 (1988) 「内部者取引の規制」『企業会計』第40巻第7号, 17-23。
- 森久・関利恵子 (1997) 「経営者予想利益の正確性の業種別比較」『会計』第152巻第2号, 99-112。
- 村宮克彦 (2005) 「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」『証券アナリストジャーナル』第43巻第9号, 83-97。
- 村宮克彦 (2008) 「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』第23号, 131-151。
- 中川淳 (2008) 「アナリストのキャリア・コンサーンとハーディング行動—運用組織内外のエージェンシー問題—」『証券アナリストジャーナル』第46巻第5号,

- 125-142。
- 中井誠司 (2006) 「アナリストカバレッジと機関投資家保有」『証券アナリストジャーナル』第44巻第6号, 84-97。
- 野間幹晴 (2004) 「アクルーアルズによる利益調整—ベンチマーク達成の観点から—」『企業会計』第56巻第4号, 529-535。
- 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, 116-122。
- 小川長 (2003) 「株式市場における株式レーティングの影響」『現代ディスクロージャー研究』第4号, 33-41。
- 小川長 (2004) 「株式レーティング変更の影響に関する分析」『年報経営分析研究』第20号, 68-75。
- 小川長・國村道雄 (2001) 「草創期における株式レーティングの分析」『年報経営分析研究』第17号, 99-106。
- Ohlson, J., 2001. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective. *Contemporary Accounting Research* 18 (1), 107-120.
- 奥村雅史・吉田和生 (2000) 「連結会計情報と長期株式リターン—EBOモデルを通して—」『会計』第158巻第3号, 46-60。
- 大鹿智基 (2005) 「株主総会活性化企業における経営者予想利益—予想利益の精度の変化と企業価値評価への影響—」『会計』第168巻第6号, 879-894。
- 大鹿智基 (2008) 「情報開示に対する経営者の姿勢と株式市場の反応—株主総会活性化と会計情報有用性—」『証券アナリストジャーナル』第46巻第5号, 82-92。
- Ota, K., 2006. Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts: Empirical Evidence from Japan. in *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*, edited by Gregoriou, G. N. and M. Gaber, 267-294, Elsevier Press, Burlington, MA.
- 太田浩司 (2002) 「経営者予想利益の価値関連性およびアナリスト予想利益に与える影響」『証券アナリストジャーナル』第40巻第3号, 85-109。
- 太田浩司 (2005) 「予想利益の精度と価値関連性—I/B/E/S, 四季報, 経営者予想の比較—」『現代ファイナンス』第18号, 141-159。
- 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』第54巻第1号, 53-94。
- 太田浩司 (2007) 「業績予想における経営者予想とアナリスト予想の役割」『証券アナリストジャーナル』第45巻第8号, 54-66。
- 太田浩司・近藤江美 (2008) 「株価レーティングの公表に対する市場の反応—株価と出来高の検証—」Unpublished Work, 兵庫県立大学。
- 音川和久 (2000) 「店頭登録企業の業績予想修正に対する株価反応」桜井久勝・加藤恭彦編著『財務公開制度論の新展開 第3章』, 中央経済社, 35-45。
- 音川和久・村宮克彦 (2006) 「企業情報の開示と株主資本コストの関連性—アナリストの情報精度の観点から—」『会計』第169巻第1号, 79-93。
- 乙政正太・榎本正博 (2007a) 「日本企業における経営者の業績予想の動向」『産業経理』第67巻第1号, 47-57。
- 乙政正太・榎本正博 (2007b) 「経営者の業績予想に関するデータ分析」Working Paper No.22, 関西大学。
- Ramnath, S., S. Rock, and P. Shane, 2008a. The Financial Analyst Forecasting Literature: A Taxonomy with Suggestions for Further Research. *International Journal of Forecasting* 24 (1), 34-75.
- Ramnath, S., S. Rock, and P. Shane, 2008b. A Review of Research Related to Financial Analysts' Forecasts and Stock Recommendations. Working Paper, University of Miami.
- 坂本なおみ (1996) 「コンセンサス利益予想の変化と株価」『証券アナリストジャーナル』第34巻第3号, 24-41。
- 桜井久勝・後藤雅敏 (1992) 「利益予想改訂情報に対する株価反応—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。
- 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』第45巻第8号, 80-96。
- 城下賢吾 (1984) 「利益予測の正確性の比較」『六甲台論集』31(1), 17-27。
- 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—」『証券アナリストジャーナル』第46巻第5号, 51-69。
- 須田一幸・太田浩司 (2004) 「倒産企業の会計操作 (三) —経営者による利益予想の分析—」『会計』第165巻第6号, 913-927。
- 須田一幸・首藤昭信 (2004) 「経営者の利益予想と裁量的会計行動」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果 第9章』, 森山書店, 211-229。
- 須田一幸・竹原均 (2005) 「残余利益モデルと割引キャッシュフローモデルの比較: ロング・ショート・ポートフォリオ・リターンの分析」『現代ファイナンス』第18号, 3-26。
- 末木将史 (1997) 「株式レーティング: その予想精度と情報効果」『証券アナリストジャーナル』第35巻第4号, 62-78。
- 末木将史 (1999) 「株式レーティングの情報効果に関する検証」『証券経済学会年報』

第34号, 67-78。

首藤昭信 (2007) 「利益調整の動機分析—損失回避, 減益回避および経営者予想値達成の利益調整を対象として—」『会計プロGRESS』第8号, 76-92。

竹原均 (2007) 「アナリストの情報精度と株式資本コスト」『証券アナリストジャーナル』第45巻第8号, 67-79。

田中那須加 (2004) 「米国ウォール街で始まった独立系リサーチの配布」『資本市場クォーターリー』第8巻第2号, 56-59。

円谷昭一 (2007a) 「インベスター・リレーションズ (IR) と業績予想の関係」『會計』第172巻第4号, 541-556。

円谷昭一 (2007b) 「業績予想における株価形成と企業特性」『企業会計』第59巻第12号, 105-114。

円谷昭一 (2008) 「経営者業績予想の駆け込み修正の研究—その実態と実証会計学への影響—」『証券アナリストジャーナル』第46巻第5号, 70-81。

土本清幸・飯沼和雄 (2007) 「東京証券取引所における適時開示政策の変遷」『現代ディスクローチャー研究』第7号, 23-30。

吉田壮一 (1991) 「業績予想と株式投資収益率」『証券アナリストジャーナル』第29巻第3号, 14-32。

(太田浩司)

第27章

年金情報の有用性

〈要約〉 本章は, 2001年3月に導入された退職給付会計情報の有用性について分析している。分析の結果, 積立不足と株価の間には負の関係があることが確認されているが, これは積立不足が節税要因を直接反映している掛金情報 (移行割合や掛金年数) の代理変数になっていることによるものと考えられる。

1 はじめに

わが国では従来, 企業年金制度と退職給与引当金制度という2つの退職金制度があり, 別々に会計実務が規定されていた。企業年金制度については, 日本公認会計士協会の監査第一委員会報告第33号 (1979年) にて年金資産あるいは過去勤務費用などの開示が規定されていた。しかし, 会計基準はなく, 掛金の拠出に基づく現金主義会計が行われていた。企業は企業年金の移行割合と掛金年数 (積立不足の償却年数) を変えることによって掛金水準を操作し, 現金支出と報告利益の管理を行っていた。一方, 退職給与引当金制度については, 企業会計審議会の個別意見 (1968年) のもと裁量度の大きい会計実務が認められていた。そして税法規定もよく変更したため, 多くの企業は税法とは別の基準により引当金の繰入れを行い, 報告利益と負債の管理を行っていた。

このように退職金制度ごとに会計が行われ, 特に内部積み立ての退職給与引当金制度では自由裁量度が大きかったことが退職金情報の解釈や比較を困難に