

# 経営者による利益予想(1)

—予想誤差に関する実証分析—

阿 部 圭 司

## Management Earnings Forecasts (1)

— An empirical analysis in the Forecast Error —

Keiji ABE

### Abstract

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 only when the surplus and the profit increase.

### 1 研究目的

本稿では経営者による利益予想の特徴について、その予想誤差をもとに明らかにすることが目的である。わが国の証券取引所に上場する企業は、会社法に定められた決算公告、金融商品取引法に定められた有価証券報告書、さらに取引所が求める決算短信といった開示制度のもと、業績、事業内容を公表している。中でも決算短信は適時開示を目的とした取引所の自主規制ルールにより定められたもので、これら3つの開示制度の中で決算後、最も早く開示されるという性格を有している。さらに決算短信では前期実績値の公表のみならず、当期の予想値も公表されており、わが国でのディスクロージャー制度の特徴を形成する1つとなっている。

経営者自らによる予想の公表は、市場における情報の非対称性を縮小する効果が期待されるだけに、市場からの注目は高い。また、研究者にとっても、経営者予想の精度や特徴など、経営者予想そのものを対象としたものから、公表時の市場の反応をみるイベントスタディによる

市場効率性の検証、公表した水準を満たすための利益調整行動、アナリスト予想のように市場が他にも注目する情報との関連性など、経営者予想から出発した様々な視点で研究がおこなわれている。多くの研究が経営者予想を分析の基本にしているが、予想値そのものの特徴を踏まえた上で分析方法が設計されているだろうか。また、予想値そのものを対象とした研究は、初期段階では多かったものの、大量のデータが利用可能になった近年でも増加しているとは言い難い。ディスクロージャーに対する認識が強まっていることを考慮すると、再び経営者予想について基本的資料を提示することに意義があると考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。続く2節ではわが国の企業を対象とした先行研究について、分析手法も含めて概観する。次に本稿で分析対象となる分析データについて述べ、本決算報告時点(期首)における経営者予想の特徴について、予想の方向と実績値との差異を予想誤差を尺度として分析する。さらに中間決算報告時点(中間)における経営者予想の特徴について期首時点の予想と関連付けて分析を行い、業種別、年別、企業の属性別の特徴にも触れる。最後にまとめと今後の課題について述べることにする。

## 2 先行研究

経営者による利益予想に関する研究は、わが国においても広く行われている。太田(2006)による詳細なサーベイが知られているが、ここではその後に発表されたものも含めて先行研究で得られた知見について概観することにする。

### 2.1 予想の基本的特徴

経営者予想に関する初期のものとして、國村(1980)、石塚(1987)などがあげられる。國村(1980)では、東証1部上場銘柄のうち1977年3月期から79年3月期に利益予想を公表した企業から、条件を満たす405社・年の経常利益に対する予想値を分析し、保守的な予想が行われていることを示した。一方、石塚(1987)では1974年から78年にかけての388社・年の標本を用いて1株当たり利益の予想値を分析し、企業は楽観的予想をおこなっているとした。

後藤(1997)は、東証1部上場銘柄で1978年から1992年の間に決算短信が公表されたもののうち、条件を満たす14,350社・年を標本としている。ここでは、1株当たりの予測値と実績値の差を実績値の絶対値で除したものを予測誤差と定義した指標で分析が行われた。予想値として取り上げられたのは売上高、経常利益、当期純利益である。期首予想値を用いた分析から、3つの予想すべてで正の予想誤差が観測され、期首では楽観的な予想がなされていることが述べられている。

乙政・榎本(2007)では近年公表される利益予想が控えめであるとの記事を引きながら、日本企業の利益予想が保守化の傾向を強めているかを、1998年3月期から2006年3月期に東証に上場する企業から条件を満たした11,276社・年の標本を用いて検証している。予想値として取り上げられているのは売上高、経常利益、当期純利益である。ここでは予想誤差を実績値と予想値の差を前期末発行済み株式数で除したもので定義されている。分析からは、標本期間全体では予想誤差はすべて楽観的な予想であったことを示していたが、2004年3月期以降の3年間

では悲観的な予想が半数を超えるなど、保守化の傾向が観察された、としている。また、企業の置かれている状況が予想値に与える影響をみるために、黒字企業と赤字企業の予想誤差の特徴が観察されている。当期実績値が黒字になる企業の場合、前期実績値が黒字、赤字のいずれであっても、予想誤差は正負均等に生じているのに対し、当期実績が赤字になる企業群の予想は当期実績値を上回るものが9割以上あったことを明らかにし、赤字転落が経営者の判断を鈍らせる要因になっているとしている。

## 2. 2 期首から中間予想, 実績値との関係

四半期決算の導入以前であれば、臨時の予想修正を除くと、予想値は前期業績の公表(期首)と中間決算の公表(中間)という2度の機会がある。期首と期中での予想修正、さらに実績値との比較を試みた研究に浅野(2007)がある。浅野(2007)では、2003年3月から2005年3月までの東証1部上場銘柄から、条件を満たした3,900社・年を標本として期首予想と直近予想の傾向と実績値が直近予想値を下回るネガティブ・サプライズの回避手段、予想修正の要因などが分析されている。予想値として取り上げられているのは当期純利益である。予想の特徴としては、期首時点では増益予想や楽観的予想を行うが、期中では下方修正する企業が多いこと、実績値の公表においてネガティブ・サプライズを回避する傾向があることを示している。このネガティブ・サプライズを回避するために、企業は市場の期待をコントロールするための予想開示(期待マネジメント)や事前の予想を満たすように利益調整を行う(利益マネジメント)傾向にあると論じている。

浅野(2008)では2003年3月から2007年3月までの1,2部上場、店頭・新興市場上場銘柄から、条件を満たした12,664社・年を標本として分析が行われている。予想値として用いられているのは連結の当期純利益である。期首時点の予想から中間時点での予想、さらに最終的な実績値の関係では、最も多い傾向が期首から中間にかけて上方修正し、実績値はさらにそれを上回るというもので、全体の26%を占めていた。次に実績値は前期より減益となるが、これを中間で下方修正しておき、実績値は予想値を上回るというタイプで、全体の20%ほど、さらに同じく減益であるが、中間で下方修正し、実績値はさらに下回るというタイプが16%ほどで続いている。上場別にみると、上位2つのタイプでは1,2部、店頭・新興市場の順で多く、この順で利益予想が保守的であることを明らかにしている。次いで、前期との増減益の大きさで予想の傾向が異なるかが分析されている。増益の場合には上方修正し、実績値がさらに上回るタイプの傾向が多く、逆に減益額が少ない場合には下方修正し、実績値はこれを上回るタイプが多く、減益額が大きい場合には同じく下方修正するものの、実現値はこれを上回るか下回るタイプに分かれるという傾向が示されている。加えて、決算発表までに開示される割合の分析から、減益の場合には増益の場合よりも多くの情報が決算発表までに開示されていることが述べられている。

## 2. 3 業種別の特徴

森・関(1997)では1994年の単独・連結決算短信で利益予想を公表している東証上場銘柄から6業種107社を抽出して予想利益の精度を分析している。予想値として取り上げられている

のは経常利益と1株当たり利益である。ここでは予測値と実績値の差を実績値で除した相対予測誤差と予測値と実績値の差を絶対値にとり、実績値で除した絶対予測誤差という2つの指標で分析が行われている。相対予測誤差を用いた分析では、経常利益については業種により楽観的予想と保守的予想が混在していること、連結と単独では同じ楽観的予想でも業種によっては差が大きくなることが示されている。1株当たり利益では大筋では各業種とも経常利益の場合と同様の予想誤差の傾向を示しているが、一部異なる方向を示した業種も存在すること、単独に比べて連結で保守的予想の傾向が強いことが明らかにされている。絶対予測誤差を用いた分析では、経常利益の場合、連結決算での予想誤差は単独よりも業種間で差が拡大していること、1株当たり利益は連結決算では経常利益よりも予想の精度が低いこと、6業種のうち3業種で単独決算での予想精度が高いことなどが示されている。

乙政・榎本(2009)では1998年3月期から2007年3月期にかけて利益予想を公表した3月決算の東証上場銘柄から条件を満たす12,666社・年を対象として分析を行っている。予想値として取り上げられているのは売上高、経常利益、当期純利益である。ここでは実績値と予測値の差を発行済み株式数、あるいは期首総資産で除した予測誤差と実績値と予測値の差を絶対値にとり、同じく発行済み株式数で除した予測精度という2つの指標で分析が行われている。全体では、予想誤差の中央値が負であり、負値をとった標本数が過半数を超えていることから企業は楽観的予想が行われていると述べている。ただし、決算期別にみると2004年3月期以降では予想誤差は正となっており、わが国の経営者の予想が保守化していると述べている。また、連結の予想は単独よりも予想誤差が大きく、精度でも劣っていることが示されている。産業別にみると、自動車、海運、電力、鉄道・バス、不動産など公益、規制産業および非製造業を中心に保守的な予想が行われているとし、逆に繊維、パルプ・紙、水産、空運などでは楽観的予測が多いとしている。また、連結と単独を比較すると、保守的予想の程度に異なる差異を生じている業種があり、石油、陸運、通信、ガスなどは連結がより保守的に、造船、鉄道・バス、海運、空運などは単独がより保守的な予想となることが述べられている。また、ここではAbarbanell and Lehavy(2003)に倣い、予想誤差の分布が分析されている。分析の結果、米国でのアナリスト予想と同様、経営者予想においても、極端に負の予想誤差が極端に正の予想誤差より多いこと(tail asymmetry)と、ゼロ付近でわずかに正の予想誤差がわずかに負の予想誤差よりはるかに多いこと(middle asymmetry)を明らかにし、利益マネジメントがなされた可能性を指摘している。

#### 2.4 その他の企業属性

一般的な傾向に加えて、年度や業種以外に企業が持つ属性別に利益予想の特徴を分析したものをみていくと、1979年から1999年にかけて得られた28,593社・年の標本を用いて、マクロ経済的影響、業種、規模、上場市場、財務的困窮、赤字、外部資金調達など計10個の要因と予想誤差に与える影響を調査したOta(2006)がある。予想誤差の平均値はGDP成長率と高い相関があり、好景気時には保守的に、景気後退期には楽観的になる特徴を有していることを、さらに規制産業に属する企業は保守的な予想をしがちであること、小規模企業および店頭企業の予想は楽観的であること、財務的困窮企業および赤字企業の予想は楽観的であることなどを明らかにしている。

財務的困窮度に関しては、西・金田(2009)が2002年に公表された連結予想586社の標本に対し、白田(2003)の倒産予知モデルを用いて財務的困窮度と経営者予想の関連を分析している。ここでも財務的に困窮する企業ほど利益予想が楽観的になることが支持されている。さらに、須田・太田(2004)は1980年から2002年5月の間に倒産した473社を用いて倒産企業の経営者予想の特性をコントロール企業と比較している。倒産企業の公表する経営者予想は、コントロール企業の経営者予想と比べて楽観的であり、その楽観度は倒産期が近づくにつれて更に増加することを明らかにしている。

この他、乙政・榎本(2008)は株主構成と予想の関連を分析し、金融機関の保有比率が高いほど、外国人投資家の保有比率が高まるほど予想の精度が高まることを明らかにしている。また、大鹿(2008)は株主総会が活性化した企業ほど利益予想の精度が高く、さらにこれが利益マネジメントの影響ではないことを明らかにしている。

### 3 実証分析

#### 3.1 分析データ

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。表1に年別の標本数を単独・連結別、市場別別にまとめた。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・年となった。

表1 年別の標本数

年	単独			連結		
	全標本	東証	ジャスダック	全標本	東証	ジャスダック
1997	657	325	332			
1998	2,042	1,630	412	4	4	
1999	2,121	1,678	443	123	121	2
2000	2,172	1,696	476	219	211	8
2001	2,295	1,765	530	1,793	1,472	321
2002	2,404	1,820	584	1,981	1,606	375
2003	2,494	1,857	637	2,061	1,646	415
2004	2,473	1,896	577	2,042	1,690	352
2005	2,519	1,911	608	2,087	1,713	374
2006	2,318	1,666	652	1,906	1,480	426
2007	2,356	1,660	696	1,946	1,489	457
2008	2,063	1,445	618	1,682	1,306	376
合計	25,914	19,349	6,565	15,844	12,738	3,106

表2は業種別に標本数をみたものである。全標本(単独)では卸売業が全体の10%を超えて最も多い。次に多いものは小売(9.6%)、電気機器(9.5%)、機械(7.8%)などとなっている。東証での構成比も全標本と同じ業種が上位にある。ジャスダックでは卸売業(15.6%)、小売業(12.7%)、サービス業(10.7%)、電気機器および情報・通信業(8.2%)とやや違いがみられる。連結においても同じ傾向である。

表2 業種別の標本数

業種	単独			連結		
	全標本	東証	ジャスダック	全標本	東証	ジャスダック
水産・農林業	85	55	30	52	34	18
鉱業	46	46		33	33	
建設業	1,748	1,289	459	1,050	840	210
飲料品	1,285	994	291	762	644	118
繊維製品	627	574	53	415	385	30
パルプ・紙	214	158	56	127	110	17
化学	1,852	1,517	335	1,200	1,043	157
医薬品	410	351	59	248	234	14
石油・石炭製品	105	105		67	67	
ゴム製品	195	163	32	128	107	21
ガラス・土石製品	551	381	170	314	234	80
鉄鋼	483	445	38	327	311	16
非鉄金属	338	329	9	232	231	1
金属製品	744	554	190	421	351	70
機械	2,014	1,612	402	1,292	1,091	201
電気機器	2,470	1,933	537	1,677	1,377	300
輸送用機器	895	791	104	621	559	62
精密機器	407	331	76	295	238	57
その他製品	784	554	230	469	381	88
電気・ガス業	225	225		162	162	
陸運業	539	445	94	371	315	56
海運業	169	145	24	115	101	14
空運業	36	36		26	26	
倉庫・運輸関連業	315	286	29	220	199	21
情報・通信業	1,409	870	539	846	577	269
卸売業	2,704	1,681	1,023	1,552	1,048	504
小売業	2,476	1,642	834	1,217	887	330
証券・商品先物取引業	112	57	55	58	34	24
その他金融業	255	244	11	155	155	
不動産業	655	472	183	428	319	109
サービス業	1,766	1,064	702	964	645	319
合計	25,914	19,349	6,565	15,844	12,738	3,106

### 3. 2 期首予想の特徴～年次別

本稿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、

$$\text{予想誤差} = \frac{\text{当期実績値}_t - \text{予想利益}_t}{\text{総資産}_{t-1}}$$

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。

表3、表4はそれぞれ経常利益、当期純利益を対象とした年別の期首予想誤差の平均値と中央値、標準偏差を示したものである。表3のパネルAをみると、単独での経常利益の予想誤差の平均値、中央値は全標本で-0.0057、-0.0013と負の値を取り、期首予想が楽観的であることを示している。同パネルBの連結では同じく全標本で平均値、中央値の順に-0.0058、-0.0011と単独と同じ傾向が観察された。市場別にみると、東証が単独で平均値が-0.0031、中央値が-0.0005、ジャスダックの平均値が-0.0132、中央値が-0.0050とジャスダックの誤差の方がより楽観的であることがわかる。連結の場合も誤差はほぼ同じ水準となっている。

表4の当期純利益では、パネルAから単独決算での全標本の平均値が-0.0126、中央値が-0.0026であり、経常利益に比べて誤差が大きくなっている。標準偏差も大きく、経常利益に比べ予測しづらいことが想像される。連結においても平均値は-0.0111、中央値が-0.0021となっており、単独と同じ傾向を有している。上場別では東証の単独で平均値が-0.0095、中央値が-0.0019、ジャスダックが同-0.0215、-0.0053であり、ジャスダックでの誤差が楽観的である傾向は変わらない。

年別に観察すると、乙政・榎本(2007, 2009)が指摘しているように、経常利益、当期純利益ともに2004年から2007年にかけて特に中央値で正の予想誤差が観測されている。経常利益では2000年、2001年にも中央値で正の予想誤差が観測されている。正の予想誤差は予想が保守的であることを示しているが、経常利益、当期純利益、単独、連結のいずれにおいても2008年は再び負の予想誤差が観測されている。また、市場別に観察すると、乙政・榎本(2007, 2009)が分析対象とした東証で正の予想誤差が生じているものの、ジャスダック市場はこの期間であっても負の予想誤差が生じており、予想の保守化の傾向はジャスダック市場のような小規模の企業にはあてはまらないことが伺える。

Ota(2006)が指摘するように景気変動により予想誤差が変化しているかを確認するために、簡単ではあるが、暦年ベースでの実質GDP成長率と予想誤差の平均値、中央値との相関を求めてみた。実質GDP成長率は内閣府ホームページから入手したものをを用いた。表5に計算結果を示す。表にはパラメトリックなPearsonの積率相関係数を載せているが、ノンパラメトリックなSpearmanの順位相関係数でも同様の傾向が得られている。表から、経常利益については単独、連結、市場にかかわらず正の高い相関が観測されている。当期純利益についても有意ではないものがあるが、概ね中程度から高い相関が得られており、かつすべての相関係数は正となった。より詳細な分析が試みられるべきであるが、Ota(2006)と同じく、景気が上向きになるにつれ予想は保守的に、景気が後退するにつれて予想は楽観的な方向に向かう傾向があることがわかった。

経営者による利益予想(1) (阿部)

表3 期首経営者予測の特徴：経常利益  
パネルA：単独

年	全標本				東証				ジャスダック			
	標本数	平均値	中央値	標準偏差	標本数	平均値	中央値	標準偏差	標本数	平均値	中央値	標準偏差
1997	657	-0.0059	-0.0017	0.0281	325	-0.0023	-0.0002	0.0218	332	-0.0094	-0.0038	0.0328
1998	2,042	-0.0101	-0.0058	0.0245	1,630	-0.0076	-0.0044	0.0194	412	-0.0201	-0.0131	0.0368
1999	2,121	-0.0081	-0.0040	0.0285	1,678	-0.0068	-0.0036	0.0239	443	-0.0133	-0.0076	0.0412
2000	2,172	0.0000	0.0008	0.0312	1,696	0.0016	0.0011	0.0272	476	-0.0054	-0.0016	0.0421
2001	2,295	-0.0033	0.0000	0.0334	1,765	-0.0002	0.0007	0.0280	530	-0.0137	-0.0050	0.0457
2002	2,404	-0.0161	-0.0081	0.0381	1,820	-0.0139	-0.0074	0.0309	584	-0.0229	-0.0119	0.0542
2003	2,494	-0.0066	-0.0011	0.0329	1,857	-0.0039	-0.0001	0.0251	637	-0.0146	-0.0053	0.0481
2004	2,473	-0.0012	0.0007	0.0319	1,896	0.0009	0.0011	0.0268	577	-0.0081	-0.0007	0.0439
2005	2,519	-0.0010	0.0008	0.0354	1,911	0.0014	0.0014	0.0328	608	-0.0084	-0.0027	0.0418
2006	2,318	-0.0022	0.0003	0.0301	1,666	0.0003	0.0008	0.0227	652	-0.0087	-0.0026	0.0431
2007	2,356	-0.0038	0.0007	0.0349	1,660	-0.0005	0.0015	0.0305	696	-0.0117	-0.0034	0.0427
2008	2,063	-0.0111	-0.0044	0.0426	1,445	-0.0068	-0.0034	0.0312	618	-0.0213	-0.0083	0.0604
全体	25,914	-0.0057	-0.0013	0.0336	19,349	-0.0031	-0.0005	0.0278	6,565	-0.0132	-0.0050	0.0460

パネルB：連結

年	全標本				東証				ジャスダック			
	標本数	平均値	中央値	標準偏差	標本数	平均値	中央値	標準偏差	標本数	平均値	中央値	標準偏差
1998	4	-0.0097	-0.0078	0.0114	4	-0.0097	-0.0078	0.0114				
1999	123	-0.0112	-0.0074	0.0240	121	-0.0113	-0.0081	0.0242	2	-0.0057	-0.0057	0.0006
2000	219	0.0036	0.0022	0.0235	211	0.0040	0.0017	0.0229	8	-0.0080	0.0036	0.0359
2001	1,793	-0.0025	0.0000	0.0316	1,472	0.0000	0.0008	0.0266	321	-0.0140	-0.0061	0.0470
2002	1,981	-0.0187	-0.0099	0.0414	1,606	-0.0163	-0.0094	0.0331	375	-0.0288	-0.0135	0.0652
2003	2,061	-0.0072	-0.0017	0.0325	1,646	-0.0050	-0.0010	0.0278	415	-0.0159	-0.0057	0.0458
2004	2,042	-0.0005	0.0011	0.0300	1,690	0.0009	0.0016	0.0270	352	-0.0072	-0.0021	0.0408
2005	2,087	-0.0008	0.0009	0.0370	1,713	0.0006	0.0015	0.0336	374	-0.0072	-0.0030	0.0491
2006	1,906	-0.0026	0.0004	0.0334	1,480	-0.0001	0.0011	0.0271	426	-0.0109	-0.0034	0.0483
2007	1,946	-0.0048	0.0004	0.0378	1,489	-0.0012	0.0012	0.0311	457	-0.0165	-0.0047	0.0524
2008	1,682	-0.0112	-0.0046	0.0395	1,306	-0.0073	-0.0038	0.0293	376	-0.0248	-0.0087	0.0614
合計	15,844	-0.0058	-0.0011	0.0358	12,738	-0.0034	-0.0004	0.0300	3,106	-0.0157	-0.0055	0.0522

表4 期首経営者予測の特徴：当期純利益

パネルA：単独

年	全標本				東証				ジャスダック			
	標本数	平均値	中央値	標準偏差	標本数	平均値	中央値	標準偏差	標本数	平均値	中央値	標準偏差
1997	657	-0.0085	-0.0029	0.0305	325	-0.0057	-0.0016	0.0234	332	-0.0112	-0.0039	0.0359
1998	2,042	-0.0117	-0.0044	0.0324	1,630	-0.0086	-0.0036	0.0231	412	-0.0240	-0.0086	0.0539
1999	2,121	-0.0162	-0.0054	0.0419	1,678	-0.0140	-0.0049	0.0373	443	-0.0246	-0.0073	0.0554
2000	2,172	-0.0119	-0.0019	0.0457	1,696	-0.0103	-0.0014	0.0384	476	-0.0173	-0.0037	0.0654
2001	2,295	-0.0124	-0.0031	0.0875	1,765	-0.0081	-0.0021	0.0906	530	-0.0269	-0.0073	0.0744
2002	2,404	-0.0232	-0.0108	0.0471	1,820	-0.0211	-0.0105	0.0417	584	-0.0294	-0.0122	0.0606
2003	2,494	-0.0163	-0.0044	0.0516	1,857	-0.0138	-0.0037	0.0447	637	-0.0234	-0.0069	0.0673
2004	2,473	-0.0060	0.0004	0.0496	1,896	-0.0036	0.0007	0.0418	577	-0.0139	-0.0013	0.0688
2005	2,519	-0.0062	0.0004	0.0476	1,911	-0.0049	0.0007	0.0478	608	-0.0100	-0.0019	0.0469
2006	2,318	-0.0058	0.0005	0.0399	1,666	-0.0023	0.0009	0.0299	652	-0.0149	-0.0017	0.0570
2007	2,356	-0.0117	-0.0004	0.0633	1,660	-0.0059	0.0002	0.0457	696	-0.0255	-0.0039	0.0912
2008	2,063	-0.0192	-0.0043	0.0704	1,445	-0.0130	-0.0031	0.0538	618	-0.0336	-0.0074	0.0974
全体	25,914	-0.0126	-0.0026	0.0543	19,349	-0.0095	-0.0019	0.0480	6,565	-0.0215	-0.0053	0.0688

パネルB：連結

年	全標本				東証				ジャスダック			
	標本数	平均値	中央値	標準偏差	標本数	平均値	中央値	標準偏差	標本数	平均値	中央値	標準偏差
1998	4	-0.0061	-0.0073	0.0101	4	-0.0061	-0.0073	0.0101				
1999	123	-0.0112	-0.0082	0.0194	121	-0.0111	-0.0082	0.0195	2	-0.0204	-0.0204	0.0113
2000	219	-0.0024	-0.0008	0.0196	211	-0.0022	-0.0008	0.0195	8	-0.0062	0.0069	0.0240
2001	1,793	-0.0113	-0.0031	0.0501	1,472	-0.0078	-0.0023	0.0389	321	-0.0274	-0.0080	0.0824
2002	1,981	-0.0232	-0.0117	0.0462	1,606	-0.0211	-0.0110	0.0414	375	-0.0320	-0.0138	0.0621
2003	2,061	-0.0144	-0.0043	0.0456	1,646	-0.0126	-0.0037	0.0404	415	-0.0215	-0.0073	0.0614
2004	2,042	-0.0052	0.0005	0.0490	1,690	-0.0027	0.0010	0.0342	352	-0.0173	-0.0023	0.0904
2005	2,087	-0.0048	0.0005	0.0415	1,713	-0.0040	0.0008	0.0393	374	-0.0083	-0.0019	0.0500
2006	1,906	-0.0055	0.0007	0.0428	1,480	-0.0023	0.0011	0.0310	426	-0.0165	-0.0029	0.0688
2007	1,946	-0.0104	-0.0004	0.0593	1,489	-0.0048	0.0003	0.0388	457	-0.0284	-0.0039	0.0983
2008	1,682	-0.0157	-0.0044	0.0575	1,306	-0.0115	-0.0036	0.0470	376	-0.0303	-0.0086	0.0827
合計	15,844	-0.0111	-0.0021	0.0490	12,738	-0.0083	-0.0015	0.0391	3,106	-0.0227	-0.0054	0.0764

表5 期首予測誤差と実質GDP成長率との相関

パネルA：単独 経常利益					
全標本		東証		ジャスダック	
平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
0.735**	0.776**	0.705*	0.744**	0.836**	0.884**
当期利益					
全標本		東証		ジャスダック	
平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
0.532	0.588*	0.454	0.544	0.652*	0.735**
パネルB連結 経常利益					
全標本		東証		ジャスダック	
平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
0.726*	0.734*	0.697*	0.701**	0.735*	0.722*
当期利益					
全標本		東証		ジャスダック	
平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
0.703*	0.687*	0.691*	0.665*	0.623	0.743*

注1：Pearsonの積率相関係数による。Spearmanの順位相関係数を用いてもほぼ同様の結果を得ている。

注2：連結予想の場合、標本数の少ない1998年（全標本、東証）と1999年、2000年（ジャスダック）は計算から除いている。

注3：\*：5%水準で有意，\*\*：1%水準で有意

### 3.3 期首予想の特徴～経常利益

次に予想の傾向と実績との比較を通じて、期首予想の特徴を概観することにする。前期実績に対する当期予想の傾向を「変化なし・増益予想・減益予想」の3分類に、当期実績値を「黒字・赤字」といった状態に加えて前年度からの増益・減益という変化を組み合わせて2期黒字増益、2期黒字減益、赤字転落、黒字回復、2期赤字増益、2期赤字減益の6分類を作り、予想の傾向を観察する。

経常利益に対する期首予想の傾向を単独、連結別に表6、表7にまとめた。表には予想の数の他、予想誤差の平均値と中央値も示されているが、示された予想の数をみることにする。

表6のパネルAをみると、経常利益では全体の74.8%にあたる19,391社・年で増益予想がなされている。パネルB、Cがそれぞれ東証、ジャスダックであり増益予想は東証では73.7%、ジャスダックでは78.2%とややジャスダック市場でやや割合が高い。また、全体の74.8%が増益予想であることに対し、実際に増益を果たした数は全体の56.9%にあたる14,745社・年。さらに増益予想した標本のうち、実際に増益を果たした数は43.5%（11,264社・年）であった。加えて、全体の24.9%（6,454社・年）が減益予想をしているが、実際にはそれを超える43.1%（11,169社・年）が減益となっている。これらのことから、経営者は楽観的な予測を行う傾向があることが分かる。

上場市場別にみると、東証では、実際の増益が58.3%（11,273社・年）、同じくジャスダックでは52.9%（3,472社・年）と7割を超える増益予想に対して達成数は少なく、東証では26.1%

の減益予想に対し、実際の減益が41.7%、同じくジャスダックでは同21.3%、47.1%となっており、両市場とも全体と同様、楽観的予想がなされているが、ジャスダック上場企業の経営者はより楽観的予想を行う傾向にあるといえる。

この傾向は表7の連結における経常利益の期首予想でも同様であるが、単独と連結で異なるのは、前期の実績でグループを分けて観察した場合である。表6のパネルAからは前期黒字、赤字の企業のうち経常利益の期首予想が増益とした割合はそれぞれ74.4% (17,672社・年/23,747社・年)、79.3% (1,719社・年/2,167社・年)であり、前期が赤字の場合にやや増益予想を出す傾向が強いと感じる程度である。パネルB、Cの上場市場別においても同様の傾向である。一方、表7のパネルAをみると、前期黒字の企業のうち経常利益の期首予想が増益とした割合は75.8% (10,988社・年/14,505社・年)と単独の場合と同じ水準であるが、前期赤字の企業が当期に増益となる予想をした割合は98.1% (1314社・年/1,339社・年)と極めて高い水準となっている。パネルB、Cの市場別でも東証で98.1%、ジャスダックで98.2%と差はなく、当期の実績(黒字回復、赤字[増・減益])別でも差は認められない。また、前期黒字の企業のうち、当期に減益となる2グループ(黒字だが減益、赤字転落)での増益予想の割合は表6から、単独では黒字かつ増益の標本とあまり差がなく、おおむね70%台となっているが、表7の連結では50%から60%台と低下しているのが特徴である。

次に予想誤差の平均値や中央値から考察する。すでに述べたように、全標本では予想誤差の平均は、表6パネルAから-0.0057、市場別ではパネルB、Cから東証が-0.0031、ジャスダックが-0.0132とジャスダック市場の方が楽観的予想を出す割合に加えて、その大きさも東証と比較して楽観的であることが明らかとなっている。2つの市場での予測誤差の平均値および中央値が等しいことを帰無仮説としてt検定およびMann-Whitney検定をおこなったが、共に1%の有意水準で帰無仮説を棄却できた(表8パネルA参照)。

全体では楽観的予想となっているが、当期の実績ごとに観察すると、違いもみられる。2期黒字増益のグループと黒字回復したグループでは予想誤差は表6パネルAからそれぞれ、0.0087、0.0047と正の値となり、当期が前期より増益となるケースでは保守的な予想数値が出されたことがわかる。表6のパネルB、Cから東証、ジャスダックの両市場でも予想誤差の水準はほぼ同じであった。それぞれのグループ内で東証とジャスダックの予想誤差の平均値と中央値に差があることを検定したところ、2期黒字増益と黒字回復の2グループでは予想誤差は等しいとの結果を得た(表8パネルA参照)。

表6 期首における経営者予測の特徴 (単独): 経常利益

パネルA: 全標本							
	2期黒字 増益	2期黒字 減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字 増益	2期赤字 減益	合計
	28	23	4	10	3	1	69
変化なし	0.0028	-0.0232	-0.1117	0.0028	-0.0760	0.0059	-0.0159
	0.0068	-0.0163	-0.0836	0.0017	-0.0752	0.0059	-0.0057
増益予想	9,936	6,751	985	894	434	391	19,391
	0.0085	-0.0161	-0.0525	0.0039	-0.0366	-0.0670	-0.0059
減益予想	0.0044	-0.0105	-0.0374	0.0011	-0.0234	-0.0474	-0.0013
	3,082	2,610	328	295	63	76	6,454
合計	0.0094	-0.0143	-0.0530	0.0070	-0.0375	-0.0655	-0.0048
	0.0046	-0.0095	-0.0398	0.0021	-0.0232	-0.0441	-0.0014
合計	13,046	9,384	1,317	1,199	500	468	25,914
	0.0087	-0.0156	-0.0528	0.0047	-0.0370	-0.0666	-0.0057
	0.0044	-0.0103	-0.0379	0.0014	-0.0234	-0.0465	-0.0013

  

パネルB: 東証							
	2期黒字 増益	2期黒字 減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字 増益	2期赤字 減益	合計
	17	14	4	3	1		39
変化なし	0.0068	-0.0137	-0.1117	0.0173	-0.0442		-0.0132
	0.0087	-0.0089	-0.0836	0.0181	-0.0442		-0.0032
増益予想	7,646	4,843	608	611	294	254	14,256
	0.0085	-0.0133	-0.0421	0.0046	-0.0283	-0.0564	-0.0031
減益予想	0.0044	-0.0090	-0.0338	0.0016	-0.0213	-0.0419	-0.0004
	2,459	2,066	251	208	34	36	5,054
合計	0.0095	-0.0123	-0.0467	0.0062	-0.0320	-0.0367	-0.0029
	0.0045	-0.0084	-0.0359	0.0018	-0.0227	-0.0276	-0.0010
合計	10,122	6,923	863	822	329	290	19,349
	0.0087	-0.0130	-0.0437	0.0051	-0.0287	-0.0540	-0.0031
	0.0044	-0.0088	-0.0344	0.0017	-0.0214	-0.0405	-0.0005

  

パネルC: ジャスダック							
	2期黒字 増益	2期黒字 減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字 増益	2期赤字 減益	合計
	11	9		7	2	1	30
変化なし	-0.0034	-0.0379		-0.0035	-0.0919	0.0059	-0.0193
	0.0063	-0.0255		-0.0144	-0.0919	0.0059	-0.0146
増益予想	2,290	1,908	377	283	140	137	5,135
	0.0084	-0.0233	-0.0694	0.0025	-0.0540	-0.0865	-0.0136
減益予想	0.0043	-0.0156	-0.0481	-0.0006	-0.0323	-0.0585	-0.0053
	623	544	77	87	29	40	1,400
合計	0.0093	-0.0219	-0.0735	0.0088	-0.0440	-0.0915	-0.0114
	0.0050	-0.0144	-0.0564	0.0046	-0.0272	-0.0694	-0.0041
合計	2,924	2,461	454	377	171	178	6,565
	0.0086	-0.0230	-0.0701	0.0039	-0.0528	-0.0871	-0.0132
	0.0045	-0.0155	-0.0504	0.0001	-0.0320	-0.0613	-0.0050

上段は標本数、中段は期首予想に基づく予測誤差の平均値、下段は中央値。

経営者による利益予想(1) (阿部)

表7 期首における経営者予測の特徴 (連結) : 経常利益

パネルA : 全標本							
	2期黒字 増益	2期黒字 減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字 増益	2期赤字 減益	合計
	8	15	2				25
変化なし	0.0042	-0.0211	-0.0119				-0.0122
	0.0030	-0.0125	-0.0119				-0.0040
増益予想	7,414	3,072	502	771	302	241	12,302
	0.0071	-0.0240	-0.0648	0.0023	-0.0431	-0.0841	-0.0069
	0.0035	-0.0160	-0.0455	0.0006	-0.0251	-0.0558	-0.0017
減益予想	1,111	2,104	277	3	2	20	3,517
	0.0189	-0.0065	-0.0513	0.0790	0.0631	-0.0248	-0.0020
	0.0128	-0.0034	-0.0364	0.0832	0.0631	-0.0249	0.0007
合計	8,533	5,191	781	774	304	261	15,844
	0.0086	-0.0169	-0.0599	0.0026	-0.0424	-0.0796	-0.0058
	0.0047	-0.0114	-0.0430	0.0006	-0.0250	-0.0524	-0.0011

  

パネルB : 東証							
	2期黒字 増益	2期黒字 減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字 増益	2期赤字 減益	合計
	8	9	1				18
変化なし	0.0042	-0.0161	-0.0198				-0.0072
	0.0030	-0.0063	-0.0198				-0.0014
増益予想	6,171	2,364	344	584	205	156	9,824
	0.0073	-0.0210	-0.0559	0.0023	-0.0350	-0.0705	-0.0041
	0.0036	-0.0148	-0.0409	0.0009	-0.0237	-0.0475	-0.0008
減益予想	951	1,718	210	3	1	13	2,896
	0.0184	-0.0063	-0.0470	0.0790	0.1159	-0.0257	-0.0011
	0.0126	-0.0031	-0.0350	0.0832	0.1159	-0.0233	0.0010
合計	7,130	4,091	555	587	206	169	12,738
	0.0088	-0.0148	-0.0525	0.0027	-0.0343	-0.0670	-0.0034
	0.0047	-0.0105	-0.0391	0.0009	-0.0236	-0.0458	-0.0004

  

パネルC : ジャスダック							
	2期黒字 増益	2期黒字 減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字 増益	2期赤字 減益	合計
		6	1				7
変化なし		-0.0286	-0.0040				-0.0251
		-0.0182	-0.0040				-0.0136
増益予想	1,243	708	158	187	97	85	2,478
	0.0060	-0.0340	-0.0843	0.0026	-0.0602	-0.1092	-0.0180
	0.0028	-0.0224	-0.0596	-0.0020	-0.0320	-0.0766	-0.0066
減益予想	160	386	67		1	7	621
	0.0220	-0.0075	-0.0650		0.0104	-0.0230	-0.0063
	0.0155	-0.0052	-0.0473		0.0104	-0.0300	-0.0017
合計	1,403	1,100	226	187	98	92	3,106
	0.0078	-0.0247	-0.0782	0.0026	-0.0594	-0.1027	-0.0157
	0.0042	-0.0159	-0.0563	-0.0020	-0.0317	-0.0711	-0.0055

上段は標本数、中段は期首予想に基づく予測誤差の平均値、下段は中央値。

表6で負の予想誤差が得られた残る4つのグループでは、2期黒字減益(-0.0156)、2期赤字増益(-0.0370)、赤字転落(-0.0528)、2期赤字減益(-0.0666)の順に予想誤差が大きくなっている。パネルB、Cの市場別においても、この順には変化はなく、経営者が自身のインセンティブや社内のモチベーションを意識したとき、当期の業績が減益や赤字であることを期首時点で開示することを回避したがることは想像に難くない。ただし、市場別では予想誤差が負となった4つのグループすべてにおいてジャスダックの数値が大きく、ジャスダック市場では楽観度が大きいことがわかる。これら4グループ内において、それぞれ東証とジャスダックとの間で予想誤差の平均値と中央値に差があるかを検定したところ、すべての組で1%の有意水準で差があることが示され、先の観察を裏付ける結果となった。

表7は連結での経常利益の予想誤差を表している。全標本で-0.0085、東証で-0.0034、ジャスダックで-0.0157と単独の場合と同じくジャスダック市場の方が楽観的であるという傾向が得られている。同じく2つの市場間で予想誤差の平均値、中央値が等しいことを帰無仮説として検定をおこなったが、単独の場合と同様、1%の水準で東証とジャスダックでは予想誤差に有意な差がある、という結論を得た(表8パネルA参照)。

表8 期首予想(経常利益)の市場間、連単間での検定結果

## パネルA:市場間での検定結果

	全体	2期黒字増益	2期黒字減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字増益	2期赤字減益
単 独	0.000	0.711	0.000	0.000	0.515	0.000	0.000
	0.000	0.313	0.000	0.000	0.049	0.000	0.000
連 結	0.000	0.188	0.000	0.000	0.965	0.011	0.001
	0.000	0.138	0.013	0.000	0.261	0.000	0.000

## パネルB:連単間での検定結果

	全体	2期黒字増益	2期黒字減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字増益	2期赤字減益
全標本	0.626	0.823	0.005	0.004	0.103	0.240	0.026
	0.014	0.474	0.000	0.000	0.026	0.227	0.012
東 証	0.332	0.861	0.000	0.000	0.100	0.169	0.024
	0.045	0.233	0.000	0.000	0.025	0.135	0.055
ジャスダック	0.023	0.375	0.245	0.144	0.603	0.550	0.195
	0.123	0.285	0.388	0.032	0.351	0.792	0.086

上段:t検定での有意確率、下段:Mann-Whitney検定での有意確率

さらに当期の実績ごとにみると、黒字かつ増益を果たした2つのグループでは全標本、市場別に関わらず単独の場合と同様、正の予想誤差が表れていて、単独の場合とほぼ同じ水準となっている。これに対しても市場間で予想誤差に差があるか検定をおこなったが有意な差は存在しないという結果を得た(表8パネルA参照)。負の予想誤差が得られた残る4つのグループでは予想誤差が単独と同じく、状況が良くない順に大きくなる。また、すべてのケースでジャスダックの方に大きな誤差が生じている。検定の結果も一部で有意水準を満たしていないが、おおむね有意な差があるという結果を得た(表8パネルA参照)。

また、単独と連結との間で予想誤差に有意な差があるかについても検定をおこなった。表 8 のパネル B はその結果をまとめたものである。t 検定および Mann-Whitney 検定の結果は全標本、東証、ジャスダックすべての場合において 1% の有意水準で棄却できず、経常利益の予想誤差では単独と連結の間には差がないという結論を得た。実績ごとにみると、有意な差を生じているのは全標本、東証の 2 期黒字減益と赤字転落の 4 ケースのみであり、全体としては単独と連結の間に予想誤差の差はない、という結果となった。

### 3. 4 期首予想の特徴～当期純利益

当期純利益の期首予想の特徴を、予想の数、予想誤差の平均値、中央値をまとめた表 9、表 10 を用いて考察する。

表 9 のパネル A をみると、単独の当期純利益では全体の 76.2% にあたる 19,742 社・年で増益予想がなされている。パネル B、C で市場別にみても東証、ジャスダックでそれぞれ 75.5%、ジャスダックでは 78.2% と経常利益の場合 (74.8%) とほぼ一致した傾向にある。

期首予想が楽観的となる傾向も同様である。当期純利益で実際に増益を果たした数は全体の 54.4% (経常利益は 56.9%)、増益予想のうち、実際に増益を果たした数は 41.6% (同 43.5%) であった。逆に全体の 23.5% (6,078 社・年) が減益予想をしたのに対して、実際にはそれを超える 45.6% (11,827 社・年) が減益となっており、こうした比率も経常利益の場合と同水準である。

また、表 9 のパネル B、C をみると増益予想の割合がジャスダックでは高い一方、実際に増益した割合が低い、つまり期首の予想が楽観的という傾向も経常利益の場合と同じである。

表 10 は連結における当期純利益の期首予想である。前期が赤字の場合には単独での予想 (7~8 割が増益予想) と異なり、連結では 9 割以上が当期の増益予想をおこなうという傾向、前期が黒字で当期減益に陥る企業では、単独の場合では全体と同水準 (7 割強) であるのと異なり、連結では 50% から 60% 台と低下していることなどは経常利益の場合と一致した傾向となっている。

次に、予想誤差の特徴をみる。表 9 のパネル A より単独の全標本では平均値が -0.0126、中央値が -0.0026 となり、楽観的予想は予想の数に加えて平均値、中央値といった統計量からも確認できる。パネル B、C より東証は平均値 -0.0095、中央値 -0.0019、ジャスダックは同 -0.0215、-0.0053 となり、市場別でもジャスダックではより楽観的予想となる傾向は経常利益の場合と一致している。東証とジャスダックの間で予想誤差の平均値、中央値に差があるかを検定したところ、1% の有意水準で差があるという結果を得た (表 11 パネル A 参照)。

表9 期首における経営者予測の特徴 (単独) : 当期純利益

パネルA : 全標本							
	2期黒字 増益	2期黒字 減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字 増益	2期赤字 減益	合計
	27	31	22	5	4	5	94
変化なし	0.0063	-0.0078	-0.0464	0.0021	-0.2395	-0.0526	-0.0245
	0.0033	-0.0067	-0.0432	0.0010	-0.0293	-0.0535	-0.0065
増益予想	8,107	6,169	1,924	1,958	726	858	19,742
	0.0054	-0.0101	-0.0581	0.0037	-0.0518	-0.1108	-0.0130
減益予想	0.0022	-0.0068	-0.0395	0.0000	-0.0288	-0.0703	-0.0027
	2,660	1,942	708	458	142	168	6,078
合計	0.0053	-0.0097	-0.0576	0.0057	-0.0475	-0.1063	-0.0111
	0.0021	-0.0067	-0.0407	0.0005	-0.0303	-0.0736	-0.0025
合計	10,794	8,142	2,654	2,421	872	1,031	25,914
	0.0054	-0.0100	-0.0578	0.0040	-0.0520	-0.1097	-0.0126
	0.0022	-0.0067	-0.0397	0.0000	-0.0290	-0.0703	-0.0026

  

パネルB : 東証							
	2期黒字 増益	2期黒字 減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字 増益	2期赤字 減益	合計
	16	18	11	3	2	3	53
変化なし	0.0033	-0.0064	-0.0483	0.0002	-0.4511	-0.0422	-0.0306
	0.0004	-0.0057	-0.0453	0.0008	-0.4511	-0.0437	-0.0063
増益予想	6,225	4,539	1,305	1,455	516	568	14,608
	0.0054	-0.0087	-0.0512	0.0047	-0.0401	-0.0934	-0.0096
減益予想	0.0022	-0.0061	-0.0349	0.0001	-0.0246	-0.0648	-0.0019
	2,149	1,494	547	308	87	103	4,688
合計	0.0053	-0.0085	-0.0541	0.0046	-0.0420	-0.0910	-0.0091
	0.0020	-0.0060	-0.0383	0.0004	-0.0292	-0.0542	-0.0019
合計	8,390	6,051	1,863	1,766	605	674	19,349
	0.0053	-0.0087	-0.0520	0.0047	-0.0418	-0.0928	-0.0095
	0.0021	-0.0061	-0.0362	0.0001	-0.0251	-0.0628	-0.0019

  

パネルC : ジャスダック							
	2期黒字 増益	2期黒字 減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字 増益	2期赤字 減益	合計
	11	13	11	2	2	2	41
変化なし	0.0106	-0.0096	-0.0445	0.0049	-0.0279	-0.0682	-0.0166
	0.0091	-0.0076	-0.0411	0.0049	-0.0279	-0.0682	-0.0076
増益予想	1,882	1,630	619	503	210	290	5,134
	0.0056	-0.0140	-0.0726	0.0006	-0.0805	-0.1447	-0.0226
減益予想	0.0025	-0.0092	-0.0509	-0.0014	-0.0414	-0.0864	-0.0053
	511	448	161	150	55	65	1,390
合計	0.0055	-0.0138	-0.0692	0.0079	-0.0562	-0.1305	-0.0179
	0.0026	-0.0095	-0.0475	0.0010	-0.0347	-0.0942	-0.0051
合計	2,404	2,091	791	655	267	357	6,565
	0.0056	-0.0139	-0.0715	0.0023	-0.0751	-0.1417	-0.0215
	0.0025	-0.0093	-0.0504	-0.0005	-0.0394	-0.0880	-0.0053

上段は標本数、中段は期首予想に基づく予測誤差の平均値、下段は中央値。

経営者による利益予想(1) (阿部)

表 10 期首における経営者予測の特徴 (連結) : 当期純利益

パネルA : 全標本							
	2期黒字 増益	2期黒字 減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字 増益	2期赤字 減益	合計
	13	12	1				26
変化なし	0.0085	-0.0174	-0.2754				-0.0144
	0.0069	-0.0166	-0.2754				-0.0004
増益予想	6,030	2,361	851	1,707	586	591	12,126
	0.0047	-0.0168	-0.0644	0.0031	-0.0463	-0.1050	-0.0124
	0.0021	-0.0115	-0.0429	-0.0002	-0.0251	-0.0623	-0.0026
減益予想	873	2,041	711	3	6	58	3,692
	0.0151	-0.0036	-0.0411	0.0228	0.0468	-0.0367	-0.0068
	0.0101	-0.0018	-0.0241	0.0200	0.0259	-0.0231	-0.0006
合計	6,916	4,414	1,563	1,710	592	649	15,844
	0.0060	-0.0107	-0.0539	0.0031	-0.0454	-0.0989	-0.0111
	0.0030	-0.0071	-0.0359	-0.0001	-0.0247	-0.0583	-0.0021

  

パネルB : 東証							
	2期黒字 増益	2期黒字 減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字 増益	2期赤字 減益	合計
	8	9	1				18
変化なし	0.0106	-0.0162	-0.2754				-0.0187
	0.0070	-0.0080	-0.2754				-0.0020
増益予想	5,065	1,806	618	1,359	428	415	9,691
	0.0048	-0.0150	-0.0572	0.0027	-0.0400	-0.0854	-0.0090
	0.0021	-0.0108	-0.0401	-0.0001	-0.0232	-0.0567	-0.0019
減益予想	744	1,671	561	2	5	46	3,029
	0.0144	-0.0034	-0.0380	0.0305	0.0507	-0.0363	-0.0058
	0.0095	-0.0016	-0.0229	0.0305	0.0245	-0.0234	-0.0005
合計	5,817	3,486	1,180	1,361	433	461	12,738
	0.0060	-0.0095	-0.0482	0.0027	-0.0390	-0.0805	-0.0083
	0.0030	-0.0066	-0.0330	-0.0001	-0.0230	-0.0532	-0.0015

  

パネルC : ジャスダック							
	2期黒字 増益	2期黒字 減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字 増益	2期赤字 減益	合計
	5	3					8
変化なし	0.0050	-0.0209					-0.0047
	0.0069	-0.0211					0.0003
増益予想	965	555	233	348	158	176	2,435
	0.0042	-0.0223	-0.0835	0.0048	-0.0634	-0.1514	-0.0258
	0.0017	-0.0146	-0.0525	-0.0005	-0.0368	-0.0822	-0.0065
減益予想	129	370	150	1	1	12	663
	0.0187	-0.0047	-0.0530	0.0075	0.0272	-0.0382	-0.0116
	0.0140	-0.0027	-0.0343	0.0075	0.0272	-0.0199	-0.0026
合計	1,099	928	383	349	159	188	3,106
	0.0059	-0.0153	-0.0715	0.0048	-0.0628	-0.1441	-0.0227
	0.0030	-0.0095	-0.0460	-0.0005	-0.0346	-0.0771	-0.0054

上段は標本数、中段は期首予想に基づく予測誤差の平均値、下段は中央値。

当期の実績ごとにもみると、全標本では2期黒字増益、黒字回復のケースで平均値が順に0.0054, 0.0040, 中央値が同0.0022, 0.0000と全体が楽観的予想となるのに対し、保守的な予想となる傾向は経常利益と同様である。

市場別でも全標本と同じ傾向があり、さらに統計的に市場間で差がないという結果を得た(表11パネルA参照)。負の予想誤差が観察された4つのケースでは、経常利益の場合と同じく2期黒字減益(-0.0100, 全標本の平均値。以下同じ)、2期赤字増益(-0.0520)、赤字転落(-0.0578)、2期赤字減益(-0.1097)の順に予想誤差が大きくなった。市場別にみると、4つすべてのケースでジャスダックでの予想誤差が大きく、統計的にも市場間で差が存在するという結果を得た(表11パネルA参照)。

表 11 期首予想(当期純利益)の市場間、連単間での検定結果

## パネルA：市場間での検定結果

	全体	2期黒字増益	2期黒字減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字増益	2期赤字減益
単 独	0.000	0.552	0.000	0.000	0.348	0.000	0.000
	0.000	0.768	0.000	0.000	0.035	0.000	0.000
連 結	0.000	0.864	0.000	0.000	0.379	0.007	0.000
	0.000	0.353	0.000	0.000	0.481	0.000	0.000

## パネルB：連単間での検定結果

	全体	2期黒字増益	2期黒字減益	赤字転落	黒字回復	2期赤字増益	2期赤字減益
全標本	0.004	0.019	0.053	0.088	0.596	0.139	0.086
	0.000	0.000	0.103	0.001	0.663	0.023	0.002
東 証	0.010	0.013	0.009	0.101	0.360	0.513	0.033
	0.000	0.000	0.019	0.017	0.900	0.095	0.005
ジャスダック	0.475	0.661	0.228	0.997	0.359	0.267	0.874
	0.746	0.288	0.467	0.181	0.426	0.218	0.510

上段：t検定での有意確率，下段：Mann-Whitney検定での有意確率

次に表10のパネルAから、連結の場合の予想誤差をみると、全標本(平均値-0.0111, 中央値-0.0021。以下同じ)、東証(-0.0083, -0.0015)、ジャスダック(-0.0227, -0.0054)とも単独の場合とほぼ同じ水準の予想誤差を得た。表11のパネルAより、単独の場合と同様、東証とジャスダックの間で予想誤差の平均値、中央値には有意な差異があるという結果を得た。また、実績ごとでは2期黒字増益、黒字回復のケースでは正の、それ以外では負の予想誤差が得られ、負の予想誤差となったケースでは東証とジャスダックの間で統計的にも有意な差を観測した(表11パネルA参照)。

単独と連結を比較してみると、経常利益の場合と異なり、全体では全標本と東証とで予想誤差に有意な差があるという結果が得られている。市場別では、ジャスダックではすべてのケースで有意な差は認められなかった。一方、東証では全体のみで有意な差があるという結果が得られ、当期の実績ごとでは有意な差があるという結果とはならなかった(表11パネルB参照)。

最後に視点を経常利益との比較に移すと、全体では予想誤差の水準は全標本、2つの市場と

も経常利益を上回っていて、当期純利益の予想は経常利益に比べて難しいことを示している。表で示していないが、経常利益と当期純利益の予想誤差の平均値、中央値は全標本、市場別で有意に異なることを確認している。

当期の実績ごとにみると、全標本では2期黒字増益、黒字回復のケースで平均値が順に0.0054, 0.0040, 中央値が同0.0022, 0.0000 (以上すべて単独) と保守的となる傾向は経常利益と同様であるが、誤差は経常利益 (平均値0.0087, 0.0047, 中央値0.0044, 0.0014。以上すべて単独) よりも小さくなっている。当期純利益の予想誤差が小さくなる結果は2期黒字減益のケースも観察される。逆に当期の実績が赤字となる3つでは、当期純利益の予想誤差は経常利益のそれよりも大きくなっている。つまり、当期の実績が黒字なら当期純利益の精度は高く、赤字なら経常利益よりも誤差が大きくなる、ということである。

この傾向は連結の場合にはやや異なり、前期の実績が影響している。つまり、前期黒字となったケースでは当期純利益の予想誤差は小さく、前期赤字となったケースでは逆に小さくなるという違いがある。

(次号に続く)

(あべ けいじ・本学経済学部准教授)

#### [参考文献]

- [1] 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」, 『経営分析研究』, Vol. 23, pp. 33-42.
- [2] 浅野敬志, 2008, 「経営者の利益予想と自発的開示インセンティブ」, 『企業会計』, Vol. 60, No.12, pp. 1817-1826.
- [3] 石塚博司編著, 1987, 『実証 会計情報と株価』, 同文館。
- [4] 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』, Vol. 46, No. 5, pp. 82-92.
- [5] 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』, Vol. 54, No. 1, pp. 53-94.
- [6] 乙政正太・榎本正博, 2007, 「日本企業における経営者の業績予想の動向」, 『産業経理』, Vol. 67, No. 1, pp. 47-57.
- [7] 乙政正太・榎本正博, 2008, 「株式の所有構造と経営者の業績予想」, 『産業経理』, Vol. 68, No. 3, pp. 75-85.
- [8] 乙政正太・榎本正博, 2009, 「経営者の業績予想に対する基礎的調査」, 『研究年報経済学』 (東北大学), Vol. 69, No. 4, pp. 423-443.
- [9] 國村道雄, 1980, 「利益予測と会計情報—経営者予想の正確性に関する実証」, 『企業会計』, Vol. 32, No. 4, pp. 494-500.
- [10] 白田佳子, 2003, 『企業倒産予知モデル』, 中央経済社。
- [11] 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—」, 『會計』, Vol. 165, No. 6, pp. 913-927.

- [12] 関 利恵子, 2007, 「経営者予測と利益調整」, 『信州大学経済学論集』, Vol.56, pp. 1-27.
- [13] 西 信洋・金田直之, 2009, 「経営者予想の信頼性」, 『学習院大学経済論集』, Vol.45, No.4, pp.269-292.
- [14] 森 久・関 利恵子, 1997, 「経営者予測利益の正確性の業種別比較」, 『會計』, Vol.152, No.2, pp.99-112.
- [15] Abarbanell, J. and R. Lehavy, 2003, “Biased forecasts or biased earnings? The role of reported earnings in explaining apparent bias and over / under reaction in analysts’ earnings forecasts,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.36, Nos. 1-3, 105-146.
- [16] 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, Elsevier Press, pp.267-294.