

利益の指標性に対する株式市場の反応

富田 知嗣

1. はじめに

株式市場において、企業の公表する利益は、当該企業を評価する上で最も重要な情報の一つであると考えられている。この考え方に従えば、利益が公表されると、それに応じて株式市場の参加者が自らの期待を修正する。期待の修正によって、参加者は当該株式の保有・取得・売却を決定し、その結果として株価が上昇・下降する。すなわち、公表利益が株価の水準や変動性に影響を与えるといえるのである。

また、株式評価モデルに目をやると、配当割引モデルには利益がモデル式に現れてこないものの、利益が無視されているわけではない。とくに成長モデルへと拡張したときに、利益が無視できないことがはっきりする。当該モデルでは利益が単に「従属的な地位」¹⁾であるにすぎないのである。さらに、Ohlson (1995, 2001) によるモデルでは、株価（企業価値）が簿価・利益・配当・その他情報（あるいは次期予測利益）によって示されている。やはり、株価に利益情報が影響を与えていると考えられるのである。

そこで本稿では、利益の株価への影響を、東京証券取引所をサンプルに、長期的な視点と短期的な視点、それぞれの視点で分析してみようと思う。

1) 石川博之 [2001], 58頁

2. 株式評価のための報告利益

2.1. 市場の期待を形成する報告利益

財務論では、資産価値は、当該資産が生み出す将来キャッシュフローを、適切な利子率で、現在価値に割り引くことによって求められる。よって、企業価値は、当該企業が生み出す将来キャッシュフローを、期待収益率で割り引くことによって導き出される。つまり、株価は企業の将来キャッシュフローと期待収益率によって決定されるといえる。

まず、企業の将来キャッシュフローであるが、市場参加者が直接に将来キャッシュフローを、知り得ることは不可能である。そこで、過去のキャッシュフロー情報から、規則性や一定の方向性を推測し、将来のキャッシュフローを予測することになるであろう。しかし、キャッシュフローは相対的に変動が大きく、規則性やトレンドを把握することが難しい²⁾とされている。それに対して、減価償却を代表とするように、発生基準会計は「費用収益対応の原則」を基礎に、一時的な変動を期間のつけ替えによって平滑化する機能をもつ。発生基準会計を経由した利益は、平準化された数値として産出される³⁾こととなり、キャッシュフローよりも規則性やトレンドを把握しやすい数値として認識される。そのため、利益、とりわけ報告利益が、キャッシュフローに代わって、株価を決定すると考えられる⁴⁾。

次に、期待収益率とリスクの無差別曲線を考えると、投資家がリスク回避型である限り、キャッシュインフローの期待値が同じであれば、リスクが小さい方が選好されるわけであり、リスクが大きい分の期待収益率の割

2) 百合草 [2000], 40頁

3) 高寺 [1992], 55-63頁

4) 桜井 [1991], 百合草 [1998] など

り増しがなければ無差別にはならない。配当性向が安定的であり、キャッシュインフローを配当とするならば、利益の変動が少ない企業ほど、期待収益率が小さくなり、利益の変動が大きい企業のキャッシュフローの期待値が同じであっても、株価は高くなるといえる。利益の変動性が期待収益率に作用し、株価を決定すると読み替えてもよいことになる。

割引超過利益モデルやオールソンモデルでは、企業価値評価において、利益要素が明示的に必要とされるため、株価形成に利益が利用されることを改めて確認する必要はない。理論株価が、将来キャッシュフローと期待収益率によって決定されるとする、配当割引モデルを出発点としても、利益額と利益の変動性が株価決定要因の代理変数となり得ると解される。すなわち、財務論において、利益は株価を形成する重要な要因である、と考えることに問題はないようである。

しかし現実には、株価を形成する証券市場は、完全なものではなく不完全・不完備市場であると考えられ、将来発生する事象の不確実性は高い。そこで、証券市場の参加者は、企業が公表する報告利益を含む財務情報や企業以外から入手できるその他の情報を手がかりに、不確実性に対処し、現実の株価やその変動の方向性を、推測しているのであろう。そのよりどころになる考えが、前述の財務論における理論株価であろうと仮定すれば、報告利益が証券市場の期待形成に重要な役割を担っていると言える。

2.2. 利益の信頼維持機能

証券市場の参加者に限らず、人は、将来発生する事象の不確実性・複雑性に対処し、意思決定しなければならない。しかし、人は「複雑性に、無媒介で直面することには耐えられない」⁵⁾だけでなく、「将来は、人間のもつ現在化の能力の手に余る」⁶⁾である。従って、「自らの将来を現在の

5) ルーマン [1990], 2頁

6) 同上, 2頁

尺度で不断に剪定し、複雑性を縮減していかねばならない」⁷⁾ことになる。

信頼とは、「自分が抱いている諸々の他者あるいは社会への期待をあてにすることを意味する」⁸⁾わけであるが、不確実性・複雑性の縮減に信頼の機能が利用されていると考えられる。信頼は、意識的であろうと、無意識的であろうと、それは他者の「振舞への期待」⁹⁾であり、現状の「連続性への期待」¹⁰⁾である。そして、「信頼による期待の一般化の過程は、問題状況を『外』から『内』へ部分的に移すこと、学習する過程、そして環境世界での諸結果をシンボリックに固定化することを含んでいる」¹¹⁾のである。それによって、「外的な確実性の代わりにシステム内の確実性を据え、そうすることによって外的な諸関係における不確実性の許容度をあげ」¹²⁾、「信頼によって、事態の展開の可能性が考察範囲から閉め出される」¹³⁾のである。つまり、「過去から入手しうる情報を過剰利用して将来を規定するというリスクを冒し、信頼の、この心的行為によって、将来的世界の複雑性が縮減される」¹⁴⁾ことになる。信頼は、「現在のその働きを強化するのである。信頼は出来事に抗して存続を強化し、そうすることによって、出来事に関してはより大きな複雑性を伴いつつ生活し行為することを可能にする」¹⁵⁾といえる。

「信頼の内的な基礎づけのおかげで、規定された一定の様式において、対象に対して信頼にもとづいた態度を取ることが可能にな」¹⁶⁾り、同時に、「“信頼が失われないうためには、これを越えて振る舞ってはならないという”

7) 同上, 19頁

8) 同上, 1頁

9) 同上, 42頁

10) 同上, 42頁

11) 同上, 44頁

12) 同上, 46頁

13) 同上, 42頁

14) 同上, 33頁

15) 同上, 25頁

16) 同上, 47頁

閾値によって制御される。[ただし、] こうした閾値による制御は、その様式・技法および柔軟性において、規定された目的・規範あるいは価値による制御とは本質的に異なる」¹⁷⁾ 点に留意する必要がある。

再び、証券市場の参加者について、この信頼の機能を前提に考察してみる。まず、企業の公表する報告利益が、市場の期待形成に重要な役割を担っていることは、前述のとおりであるし、会計情報が市場にとって情報価値を持つものであることは、先行研究¹⁸⁾ によって明らかにされている。次に、将来の不確実性（あるいは複雑性）への対処に、信頼の機能が使われているならば、証券市場の参加者は何に信頼を寄せているのかを考えなければならない。

信頼が形成されるには、信頼される者がある一定の行動様式を繰り返す必要がある。それによって、他者はその行動様式をあてにすることができるのである。言い換えれば、他者から予測可能な状況になったとき、その者は信頼されている状態にあるといえる。証券市場に利益を公表する企業で言えば、証券市場の参加者に、一定の報告利益流れを示し、それによって、将来利益の予測が比較的容易になった時、信頼された状態であるといえるであろう。証券市場の参加者は、一定の規則性を報告利益に見いだしたとき、その企業を信頼して、当該企業の株式を保有や売却の対象とみなすようになる。

一度信頼をされた企業は、その信頼が維持されることを心がければよいことなる。予測可能な状況を逸脱するような報告利益、“閾値”を越える利益を報告しない限り、信頼が維持されると考えられる。報告利益の流れに相当数のパターンがあるとして、最も予測可能であり、単純な流れは、直線的に利益が推移する形態であろう。現実的に、直線的に利益が推移することが困難でも、安定的に推移している方が、トレンドはとりやすく、

17) 同上, 52頁

18) 桜井 [1991], 藤井・山本 [1999], 井上 [1999], 後藤 [1988] など

市場参加者にとって予測しやすい流れである。つまり，“閾値”を越えない程度の変動で安定した利益流れ（平準化利益）が、信頼を維持するには、好ましい利益流れであるといえる。

平準化された利益は、企業への信頼を維持するだけでなく、前述した期待収益率への影響からも、企業にとっても、市場の参加者にとっても、合理的な利益流れであるといえる。以下では、利益の変動性と株価との関係、予測可能性と株価の関係について、実証分析を行いたい。

3. 長期的指標としての利益の変動性

3.1. 利益の変動性に対する市場の解釈

証券市場において、前述の通り、株価は当該企業の利益水準と利益の変動性、そして当該企業への信頼を含む心的期待によって形成されると理解できる。利益の変動性の株価への影響には、利益への反応を経由して生じる部分と信頼が維持されるか否かという判断を経由して生じる部分がある。

まず、利益への反応との関連であるが、期待収益率は起こりうる収益率の確率分布（期待値）によって認識される。起こりうる収益率は、将来獲得されるであろう利益に由来する。証券市場での、単純に利益水準が高いほど、株価水準が高くなるという相関関係を考えれば、期待収益率は現在の利益水準を基礎として推定されているといえよう。すなわち、利益の変動幅が大きいほど、それに応じて株価の変動も大きくなると考えられ、利益の変動性は株価の変動性と相関することになる。

それは、当該証券のリスクが、起こりうる収益率の確率分布の広がり（標準偏差）によって、測定されることから導き出すことができる。将来の収益率は、将来獲得されるであろう利益に起因する。将来獲得されるであろう利益の範囲が狭いほど、利益は安定的に推移し、当該証券のリスクは小さいと判断されるであろう。そこで、将来獲得されるであろう利益であ

るが、経済環境や当該企業の事業内容・体制が、極端に変化しない限り、過去の利益流れが将来へと継続されると想定されることが多い。利益の変動性が低い企業ほど、リスクの少ない証券といえるであろう。

次に、信頼維持との関連であるが、証券市場の参加者にとって、将来起こりうる収益率の確率分布の推定に、報告利益が有益であれば、当該企業を信頼し続けることが可能になる。繰り返しになるが、信頼は自分が抱いている他者への期待をあてにすることであり、予測が容易な状態でありつづけることが、信頼が維持される条件となる。報告利益が安定的であれば、証券市場の参加者にとって、当該企業への信頼を維持し、逆に安定的でなければ、信頼することを止め、当該企業の株式を他の参加者に譲渡することになり、株価は不安定になるであろうと考えられる。

以上から

仮説1：利益の変動性が高い企業ほど、その株価の変動性も高い

という仮説を設定することができる。

3.2. サンプルと分析

利益の変動性と株価の変動性との関係のための分析対象には、全証券取引所上場企業（一般事業会社）すべてを選び、新会計基準の影響を受ける前の期間（1980年～1997年）とした。ただし、ここでは変動性を分析するため、各企業に一定数のデータが必要となることから、次の条件を満たした企業のみを使用した。決算日の変更などを行っておらず、1年決算の利益額を報告していること（条件1）。最低でも2期連続で報告利益を入手できること（条件2）。10期以上のデータが入手できること（条件3）。この結果、サンプル数は1,715件となった。

使用するデータは、『開銀企業財務データバンク（CD-ROM版）』を利用し、売上高、経常利益、当期純利益、株価期中最高値、株価期中最安値

を入手した。株価については終値を使うことも考えられるが、終値は当該期間の期待値であるというよりも、期間の終わり付近での証券市場や企業の状況を反映していると想像される。そこで、株価の分布が正規分布していると想定すれば、その最大値と最小値の平均は、中央値であり同時に期待値であると考えることができる。よって、ここでは、期中最高値と期中最安値を入手し、その平均値をもって、当該企業の株価とした。

株価の変化率は、当期株価と前期株価の差額を前期株価で除することで得られるが、その変化には、当該企業が原因で変化する分と証券市場全体の状況が原因で変化する分とが存在する。残差分析では、市場モデル、産業モデル、控除モデルなどが利用され、市場超過分が計算される。市場モデルの決定係数の低下に対処する方法として、産業モデルや控除モデルが位置づけられ¹⁹⁾、3者には顕著な優劣の差が認められないことから、計算手続きの簡単な控除モデルが有力なアプローチ²⁰⁾である。そこで、ここでは控除モデルを利用して、株価の変化を市場による変化と企業に起因する変化に分類する。

株価変化率および残差を計算した後、報告利益の変化率も同様に計算する。利益の変動性と株価の変動性との関係を分析するため、サンプル企業ごとに、残差および利益変化率の平均値および変動係数を計算する。分析に使用する変数の計算方法は以下のとおりである

| | | | | |
|---------|---|--------------------|---|-------|
| 利益変化率 | = | (当期利益 - 前期利益) | ÷ | 売上高 |
| 株価変化率 | = | (当期株価 - 前期株価) | ÷ | 前期株価 |
| 市場変化率 | = | 全サンプルの年毎の株価変化率の平均値 | | |
| 残差 | = | 株価変化率 | - | 市場変化率 |
| 平均利益変化率 | = | 利益変化率の企業ごとの平均値 | | |

19) 桜井 [1991], 157頁

20) 同上, 158-162頁

$$\begin{aligned} \text{平均残差} &= \text{残差の企業ごとの平均値} \\ \text{変動係数} &= \text{標準偏差} \div \text{平均値} \end{aligned}$$

企業ごとに計算された残差と利益変化率の平均値および変動係数を使用し、平均残差を平均利益変化率で回帰させ、残差変動係数を利益変動係数で回帰させる。回帰直線を推定した結果、利益に関する係数が有意にプラスであれば、仮説が支持されたことを意味する。

$$Y = a + \beta X$$

Y : 平均残差, 残差変動係数

X : 平均経常利益変化率, 経常利益変動係数,

平均当期純利益変化率, 当期純利益変動係数

表 1 基本統計量

| | 平均値 | 標準偏差 |
|------------|----------|---------|
| 平均経常利益変化率 | 0.00164 | 0.0058 |
| 経常利益変動係数 | 48.866 | 378.353 |
| 平均当期純利益変化率 | 0.00047 | 0.0081 |
| 当期純利益変動係数 | 70.004 | 815.129 |
| 平均残差 | -0.00302 | 0.0569 |
| 残差変動係数 | 18.668 | 40.177 |

サンプル数1715

表 2 推定結果

| X | a | β | 決定係数 |
|-------------------|--------|---------|-------|
| <u>Y : 平均残差</u> | | | |
| 平均経常利益変化率 | -0.005 | 0.149* | 0.022 |
| 平均当期利益変化率 | -0.003 | 0.097* | 0.009 |
| <u>Y : 残差変動係数</u> | | | |
| 経常利益変動係数 | 18.772 | -0.022 | 0.000 |
| 当期純利益変動係数 | 18.087 | 0.168* | 0.028 |

* : 5%水準で有意

利益の平均変化率と株価（残差）の平均変化率、利益の変動係数と株価（残差）の変動係数との回帰分析の結果は、表2の示すとおりである。全体に決定係数がかなり低いことを示しているが、経常利益変動係数を独立変数としたときの、残差変動係数モデルの β が有意ではなかったことを除き、他はすべて、 β が有意にプラスであることを示している。

3.3. 利益の変動性と株価の変動性との連動性

表2の示すとおり、利益の変動性と株価の変動性には、一定の関係があるようである。経常利益や当期純利益の平均変化率が大きい企業の株価は、市場を要因とした変動以外の変動が平均的に大きいことがわかる。また、変動幅を平均値で標準化した変動係数の場合、当期純利益の変動幅が大きい企業は、市場に起因しない部分の株価の変動幅が大きい。経常利益の変動幅については、それを確認することができなかった。

企業独自の情報を原因とする株価の変動幅は、報告利益の変動幅と有意に関係があることが示された。長期的には、財務数値が報告された時点の当該企業の日常的な収益力を示す経常利益よりも、企業価値に直接影響する当期純利益の変動が、株価の変動と連動しているのであろうと推測される。長期的には、利益の変動が大きい企業ほど、市場変動以上の株価変動が大きいということになり、平準性の高い利益を報告する企業ほど、株価リスクは小さいと解釈できるであろう。

このように、長期的指標として、利益の変動性は株価の変動性と連動し、証券市場から見た場合、当該証券のリスク指標として認識することができる。次に、報告利益の短期的指標としての機能を検討してみたい。

4. 短期的指標としての予測利益の正確性

4.1. 期待形成のための予測利益

企業価値の評価には、現在の利益水準と将来の利益流列が、その重要な

役割を担っている。長期的には、利益の変動性が株価の変動性と連動することも示された。短期的には、現在の利益水準を起点として、それが維持されるのか、あるいは上昇・下降していくのか、将来の利益流列の確率分布を予想する過程や予想そのものによって、株価が変動すると考えられる。現在の利益水準の期待値は、当該企業が大幅に事業内容や経営戦略を変えない限り、短期的には大きく変わることがない。しかしそれに伴って、将来利益の確率分布の予測は、現在の利益水準の期待値の影響を受けると考えられ、市場の期待形成に影響すると考えられる。

わが国において、決算短信²¹⁾で企業がみずから次期の予測利益を公表することが制度化されている。証券市場の参加者は、過去の財務情報と決算短信の情報に基づいて、当該企業の将来の利益流列の確率分布を想定し、証券の保有・売却を判断する。決算短信の情報は、期待形成に大きく影響を与えていると考えられる。それ故、予測利益の正確性は重要であり、過去に多くの研究²²⁾がなされてきたのである。

予測利益が正確であれば、証券市場の参加者にとって、将来利益の予測に際して、決算短信の情報を材料に含めて判断することが可能になることを意味する。それは同時に、自分が抱いている他者への期待をあてにするという、信頼の機能を利用することができるということの意味する。

信頼は意思決定者の想定する事象を減らすだけでなく、信頼を裏切ることへのサンクションとそれが考慮されるであろうことを通じ、それが信頼される者の行動を拘束し、複雑性を縮減させる²³⁾。情報の開示とそれへの

21) 各証券取引所がタイムリー・ディスクロージャーを趣旨に、上場企業に決算概要を記者発表することを要請しており、その際の所定の書類が決算短信と呼ばれるものである。決算短信には、当期（結果）と次期（予測）の売上高、経常利益、純利益、配当額が記載され、記者発表で公表される。

22) Jaggi [1980], Imhoff and Pare [1982], Lev and Penman [1990], Yeo and Ziebart [1995], 國村 [1980], 城下 [1984], 森・関 [1997], 桜井・後藤 [1993] など

23) ルーマン前掲書, 59頁

フィードバック効果を基礎にすると、経営者は自らが公表した予測利益に期待がかかることを知っており、それに応じた行動をとっていると考えられる。すなわち、予測利益は「株式市場にとって『信頼できる』言明または先行指標たらしめる試み」²⁴⁾であり、「信頼の長所は、義務づけの道具として役立つ」²⁵⁾ため、経営者にとって予測利益は「信頼されたことによる…拘束」²⁶⁾となるので、その正確性を高めようとするであろう。予測が正確でありつづけることが、信頼が維持される条件となると考えられる。

そこで、予測利益と株式市場の反応に関する研究²⁷⁾を概観すると、予測利益と報告利益の差異を期待外利益と捉え、期待外利益と株価リターンに正の相関があることを示している。これは、本稿の先の長期的な関係分析と同じ結果である。しかし、短期的には、利益と株価との間に非線形関係があることが指摘されている²⁸⁾。それは、利益と株価リターンの関係がS字型となることを示し、期待外利益が大きいほど、株価の反応が大きくなるとは言い切れないことを意味する。このことを、わが国の予測利益公表制度にあてはめて、予測利益を期待利益とし、予測利益と報告利益の差異を期待外利益として考えると、予測利益が一定の範囲内の正確性を持たなければ、それを越える分の期待外利益について、証券市場は好意的に受け止めないということが推測される。

期待外利益は、証券市場に一定のインパクトを与えるものの、大きな期待外利益は同時に正確な予測利益が行われなかったことになり、証券市場の参加者にとって、当該企業の決算短信の予測利益情報があてにならない、将来利益の確率分布を予測する時の判断材料にならないことを意味する。

24) 高寺 [1998], 5頁

25) ルーマン前掲書, 119頁

26) 同上, 119頁

27) Penman [1980], 高橋 [1990], 後藤・桜井 [1993], 後藤 [1997] など

28) Freeman, R.N. and S.Y. Tse (1992), Subramanyam, K.R. (1996), 加藤 (2001) など

以上から、

仮説2：利益予測の誤差が相当程度大きくなったとき、証券市場は当該企業を好意的に判断しない

という仮説を設定することができるであろう。

4.2. サンプルと分析

ここでは、予測利益の正確性に対する株式市場の反応に焦点をあて、決算短信発表日前後の累積残差分析を行うことにしたい。決算短信では、当期の利益と次期の予測利益が同時に発表されるため、当期利益の状態への反応と次期利益の状況への反応が、同時に株式市場に起こることに留意する必要がある。また、当期利益の発表には、当期増益か減益か、損失となったか否か、だけではなく、前年度になされた利益予測が正確であったかどうかの結果が示されるのである。この正確性が次期予測利益の正確性の程度を推定させる材料ともなることも留意したい。

分析対象は、1998年3月期、東京証券取引所上場の3月決算企業（一般事業会社）であり、データの欠落等の理由でサンプル数は1,116件²⁹⁾である。単体財務諸表の数値を利用するため、新会計基準の影響を受ける2000年3月期前後を避け、1998年3月期³⁰⁾とした。また、累積残差分析における市場の要因除去には、先の分析と同じように、控除モデルを利用している。

予測誤差は、当期経常利益と前期発表された次期予測経常利益との差額の絶対値を当該予測利益の絶対値で除して求めた。予測利益の正確性に焦点を当てるため、予測利益を報告利益上回っているか下回っているかの方

29) 必要なデータは、AMSUSデータベースより入手した。

30) 連結利益による2003年3月期のデータを使用した追加的なパイロットテストにおいても、同様の結果が得られている。

向性は問う必要はない。また、予測利益がマイナスである場合、マイナスのデータをサンプルから除外するか、分母を予測利益の代わりに売上高を利用することが多いのであるが、サンプルの減少を避け、予測利益に対する正確性を抽出するため、予測利益の絶対値を分母に使用することとした。次に、予測誤差が10%以内である企業を「誤差僅少」グループ、10%超30%以内である企業を「誤差小」グループ、30%超100%以内である企業を「誤差大」グループ、100%超である企業を「誤差極大」グループとした。最後に、累積残差は、日次の株価変化率からTOPIXの変化率を控除し、決算短信発表日の7日前から10日後までのそれを累積することで求めた。

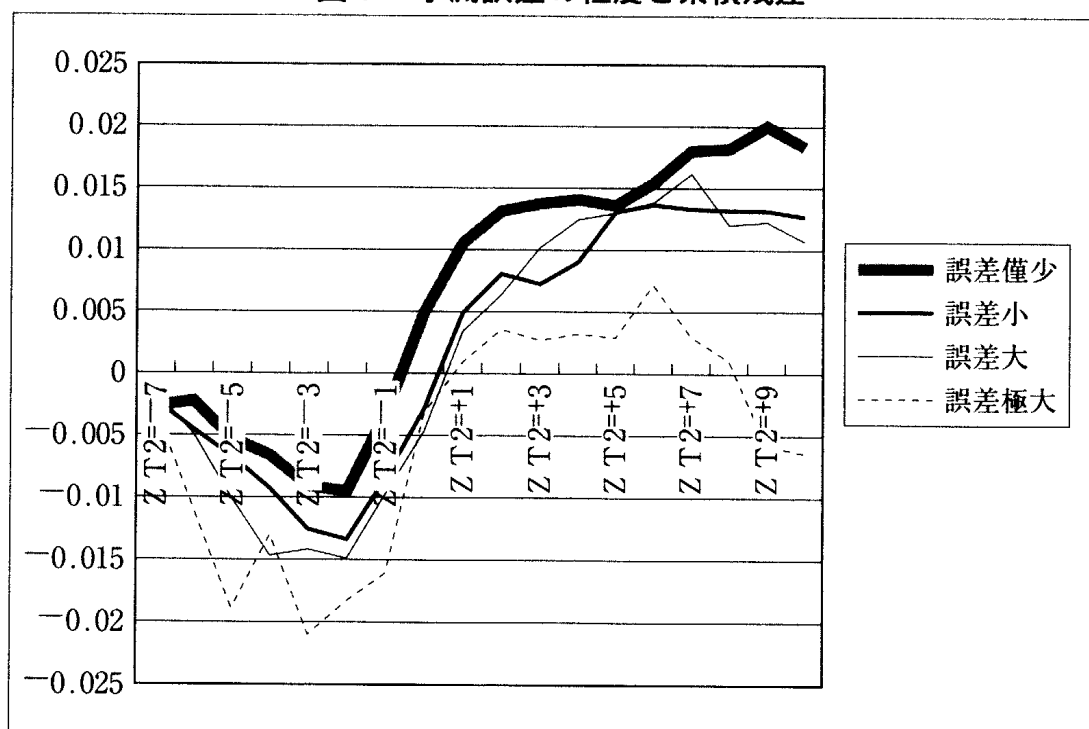
予測誤差 = 絶対値 (経常利益 - 予測経常利益) / 絶対値 (予測経常利益)

株価変化率 = (当日終値 - 前日終値) / 前日終値

TOPIX変化率 = (当日TOPIX - 前日TOPIX) / 前日TOPIX

残差 = 株価変化率 - TOPIX変化率

図1 予測誤差の程度と累積残差



$$\text{累積残差} = \Sigma \text{残差}$$

図1は、予測誤差の程度によってサンプルを4つのグループに分類し、そのグループごとの累積残差の平均をグラフにしたものである。誤差が極端に大きい「誤差極大」企業に対して、株式市場は好意的に受け止めていないと思われることを示している。

図2は、当期の予測利益の正確性が次期利益情報に与える影響を示している。図2—1(2)は、次期予測利益が増益(減益)である企業に対する、当期の予測利益の正確性の程度別の株式市場の反応である。予測精度を考慮しない累積残差は、次期利益が増益予測であれば、市場は好意的に反応し、減益予測であれば、批判的に反応する。しかし、図2の示すとおり、当期の予測利益が正確ではなかった企業に対し、たとえ次期利益が増益予測であったとしても、株式市場は好意的には反応していないことがわかる。

さらに、前期利益、当期利益、次期予測利益の利益流れが、株式市場に影響している可能性を考慮し、当期利益の増減と次期予測利益の増減別に累積残差を分析してみたい。当期増益で次期増益予測をした企業を「増益・増益企業」、当期増益で次期減益予測をした企業を「増益・減益企業」、当

図2—1 次期増益企業の予測の正確性と累積残差

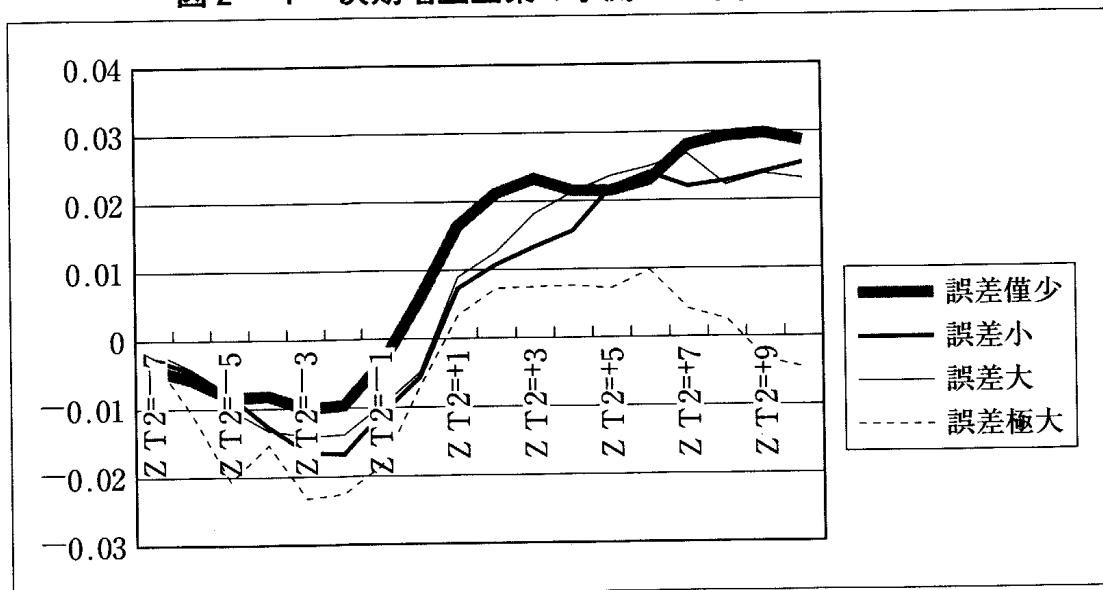


図 2—2 次期減益企業の予測の正確性と累積残差

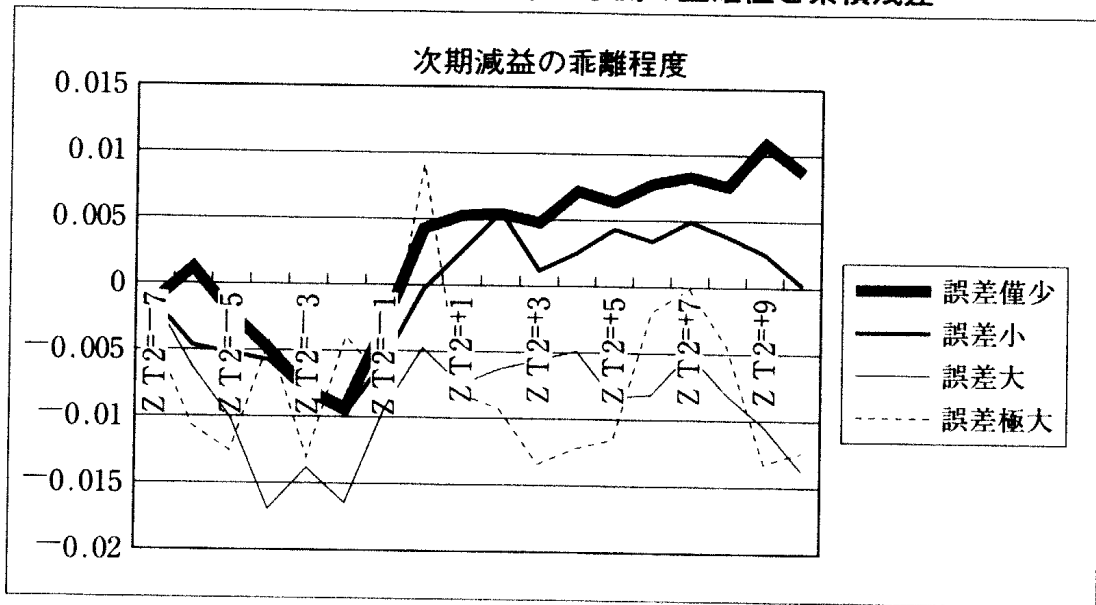
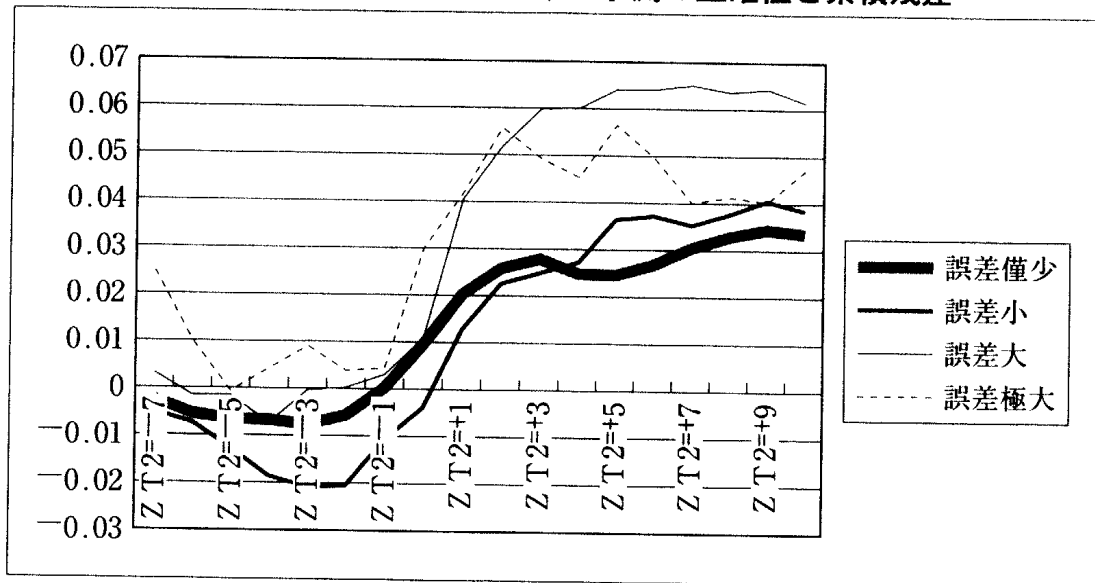


図 3—1 増益・増益企業の予測の正確性と累積残差



期減益で次期増益予測をした企業を「減益・増益企業」、当期減益で次期減益予測をした企業を「減益・減益企業」として、サンプルを4つのグループに分類した。各グループで図1と同様の結果が得られるならば、やはり証券市場は利益予測が正確ではない企業を好意的に見ていないことになる。

図3は、それぞれの利益流列をもつ企業ごとに、予測誤差の程度ごとの

図3-2 増益・減益企業の予測の正確性と累積残差

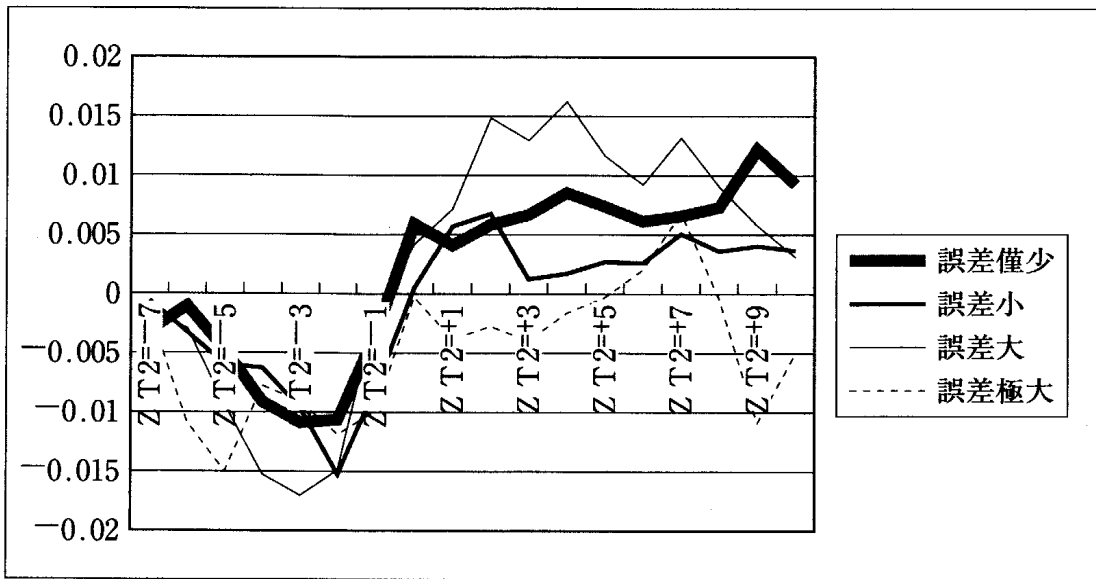
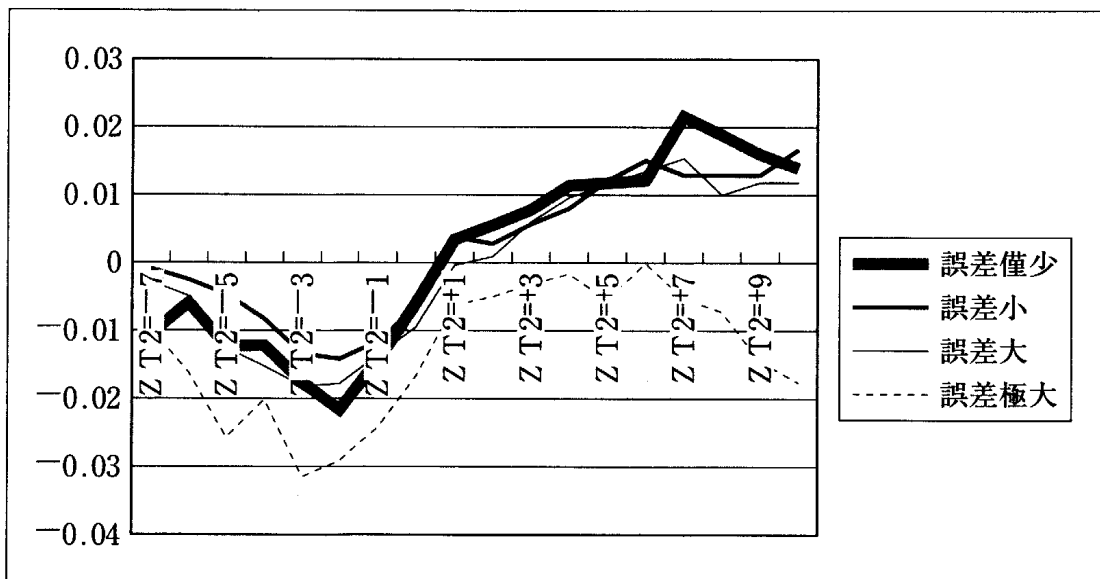
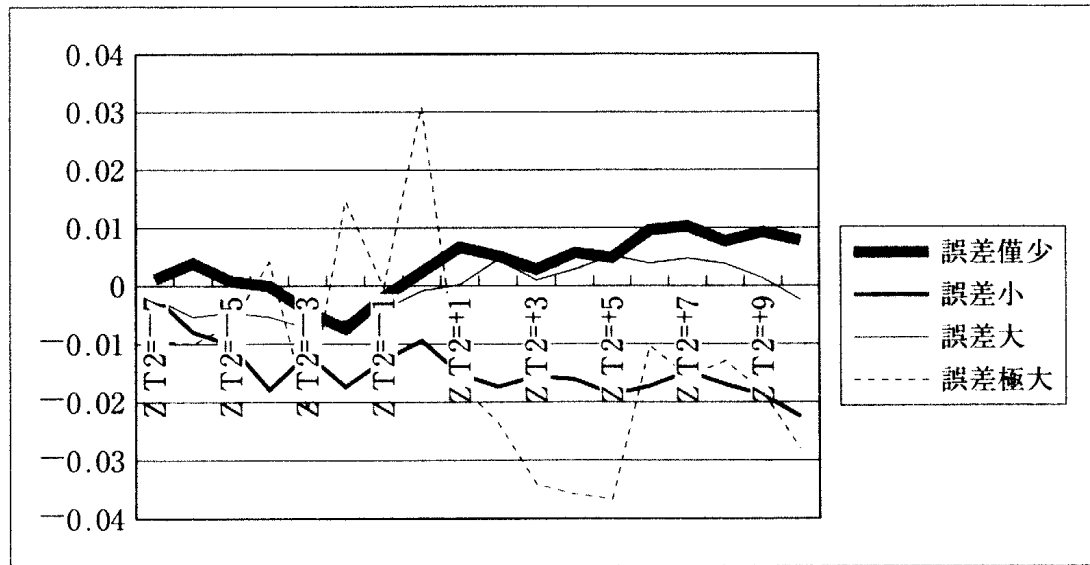


図3-3 減益・増益企業の予測の正確性と累積残差



累積残差を示している。まず、「増益・増益企業」の場合、累積残差は「誤差大・誤差極大>誤差僅少・誤差小」となり、予想と反している。ただし、「誤差極大」の場合、累積残差がやや下降していることに注目したい。次に、「増益・減益企業」の場合、累積残差は「誤差大>誤差僅少・誤差小」となっているものの、「誤差極大」の場合は、累積残差が低下している。第三に、「減益・増益企業」の場合、「誤差極大」の場合のみ累積残差が低下

図 3—4 減益・増益企業の予測の正確性と累積残差



している。最後に、「減益・減益企業」の場合、予測誤差が小さいほど累積残差が大きくなっている。

4.3. 予測利益の正確性に対する市場の反応

決算短信によって利益情報が開示されたときの、短期的な株式市場の反応を考察したわけであるが、基本的には、予測利益の正確性が低い場合、市場は当該企業を好意的には認識しないことがわかる。また、予測利益が正確であれば、市場の参加者はそれを利用して、当該企業が将来獲得するであろう利益の確率分布を推測することができるが、正確でなければ、市場の参加者はそれを利用せずに推測しなければならない。そのため、図2—1が示すとおり、次期増益予測を公表しても、予測精度が極端に低い企業は、増益予測という情報で株価が上昇するが、それはすぐさま解消されてしまう。証券市場の参加者は、当該企業の利益予測行為を信頼していないということになるであろう。

図3の示すとおり、利益流列を前提としても、基本的に予測精度が著しく低い企業に対して、市場は好意的に反応しないことが示唆されている。しかし、「増益・増益企業」では、報告利益が増益基調であり、市場は増

益という状態が維持されていることを重視し、利益予測が正確であるか否かについて深く考慮されないようである。ただし、極端に予測精度の低い企業の累積残差は上昇した後、やや下降していることから、予測精度の良否は若干程度反映されていると解釈できる。

短期的には、利益流れが増加傾向と解されるような場合には、市場の参加者はそのトレンドで将来利益を推測することができ、著しく予測精度が低くない限り、予測利益の正確性よりも増益の程度の方が優先されるようである。当期増益で次期減益予測、当期減益で次期増益予測といった、利益流れからトレンドが判断しづらい企業に対して、市場の参加者は当該企業の将来利益を推測するために、予測利益の正確性を重視するようである。また、当期減益で次期も減益予測である場合、利益トレンドが推測できるが、予測利益が正確である方が証券市場の参加者は好意的に認識するようである。

ここでは、当期利益が増益であるが減益であるか、そして次期予測利益が増益であるか減益であるかだけを、考慮しており、裁量行動による影響額やそれによって予測利益が正確であるかのように示されているケース、利益の増減率などの、株価に影響するその他要因をコントロールしているわけではない。これらの要因を含めた分析は別稿にて検討したい。

5. 平準化された利益を嗜好する株式市場

本稿では、報告利益が企業評価に与える影響を、長期的・短期的の両面から分析した。長期的には、利益の変動が少ない企業ほど、株価の変動が少なく、リスクの少ない企業であると考えられる。また、短期的には、決算短信による利益予測制度を受けて、利益予測が正確である企業の方が、市場の参加者にとって望ましく、少なくとも、著しく予測精度が低い企業に対して、市場は好意的ではないことが想像できる。

証券市場では、企業評価のため、利益の水準や利益の変動性が、当該企

業が将来獲得するであろう利益の幅（将来利益の確率分布）を推測するのに重要な要素となっている。そのため、安定した利益流れをもち、利益予測の精度の高い企業は、このような推測が行いやすく、市場の参加者にとっては望ましい報告利益の形態であるといえる。

また、安定した利益流れと精度の高い利益予測は、行為が繰り返し行われることと同様に自分が抱いている他者への期待をあてにするという、信頼の機能を利用することができること示すのである。すなわち、信頼された者は信頼による拘束を受け、経営者はみずから進んで、平準化された利益を報告することとなる。

つまり、株式市場は企業評価のために平準化された利益を嗜好するといえる。そして、安定した利益が当該企業の株価を安定させ、リスクを小さくすることで、同じ利益水準であってもより高い企業価値となるため、経営者にも平準化された利益を報告しようとするインセンティブが生まれるといえよう。

参考文献

- Brown, S. J. and J. B. Warner [1980], "Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol.8, No.3.
- Freeman, R.N. and S.Y. Tse [1992], "A nonlinear model of security price responses to unexpected earnings," *Journal of Accounting Research*, Vol.32, No.2.
- 藤井秀樹・山本利章 [1999], 「会計情報とキャッシュフロー情報の株価説明力に関する比較研究」, 『会計』, 第156巻, 第2号
- 後藤雅俊 [1988], 「決算発表日に対する市場反応時点の検出」, 『会計』, 第133巻, 第5号
- 後藤雅俊・桜井久勝 [1993], 「利益予測情報と株価形成」, 『会計』, 第143巻, 第6号.
- 後藤雅俊 [1997], 『会計と予測情報』, 中央経済社.
- Imhoff, Eugene A., Jr. and Paul V. Pare [1982], "Analysis and Comparison of Earning Forecast Agent," *Journal of Accounting Research*, Vol.20, No.2.
- 井上達男 [1999], 「予測利益を用いたOhlsonモデルによる日本企業の実証分析」, 『会計』, 第156巻, 第2号
- 石川博之 [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。

- Jaggi, Bikki [1980] "Further Evidence on the Accuracy of Management Forecasts Vis-à-vis Analysts' Forecast," *The Accounting Review*, Vol.55, No.1.
- 加藤千雄 [2001], 「株価の反応係数, 利益の持続性および非線形性」, 『証券経済学会年報』, 第36号
- 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.
- Lev, Baruch and Stephen H. Penman [1990], "Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure, and Stock Prices," *Journal of Accounting Research*, Vol.28, No.1.
- ルーマン, N.(Niklas Luhmann) [1990], 『信頼—社会的な複雑性の縮減メカニズム』(大庭健・正村俊之訳), 勁草書房.
- 森久・関利恵子 [1997], 「経営者予測利益の正確性と業種別比較」, 『会計』, 第152巻, 第2号.
- Ohlson, J. A. [1995], "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2.
- Ohlson, J. A. [2001], "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation : An Empirical Perspective," *Contemporary Accounting Research*, Vol.18, No.1.
- 岡部孝好 [1985], 『会計情報システム選択論』, 中央経済社
- Penman, Stephen, H. [1980], "An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts," *Journal of Accounting Research*, Vol.18, No.1.
- 桜井久勝 [1991], 『会計情報の有用性』, 千倉書房
- 城下賢吾 [1984], 「利益予測の正確性の比較」, 『六甲台論集』, 第31巻第1号.
- Subramanyam, K.R. (1996), "Uncertain precision and price reactions to information," *The Accounting Review*, Vol.71, No.2.
- 高橋史郎 [1990], 「経営者予想の設定とその株価への影響」, 『産業経理』, Vol.50, No.3.
- 高寺貞男 [1992], 『会計と組織と社会—会計の内と外—』, 三嶺書房
- [1998], 「利益管理の原点に位置する開示利益予測」, 『大阪経大論集』, 第49巻, 第2号.
- 百合草裕康 [1998], 「連結キャッシュフロー情報の有用性」, 『会計』, 第154巻, 第4号
- [2000], 「キャッシュ・フローの時系列特性と期待モデル」, 『会計』, 第158巻, 第1号
- Yeo, Gillian Hian Heng, and David A. Ziebart [1995], "An Empirical Test of the Signaling Effect of Management's Earnings Forecasts: A Decomposition of the Earnings Surprise and Forecasts Surprise Effect," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.10, No.4.