

経営者による利益予想(2)

—予想誤差に関する実証分析—

阿 部 圭 司

Management Earnings Forecasts (2)

— An empirical analysis in the Forecast Error —

Keiji ABE

前号まで目次

- 1 研究目的
- 2 先行研究
 2. 1 予想の基本的特徴
 2. 2 期首から中間予想，実績値との関係
 2. 3 業種別の特徴
 2. 4 その他の企業属性
- 3 実証分析
 3. 1 分析データ
 3. 2 期首予想の特徴～年次別
 3. 3 期首予想の特徴～経常利益
 3. 4 期首予想の特徴～当期純利益

3. 5 中間予想の特徴～経常利益

ここでは前稿（阿部2010）の表6から表8と対応させて，期首時点での経常利益の前期実績に対する当期予想，「変化なし・増益予想・減益予想」と，当期実績，すなわち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期赤字減益に分割したそれぞれのケースで期首予想と中間期予想を比較する。予測誤差は引き続き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をを用いる。

表12は単独決算における経常利益の期首及び中間期の予想誤差を示したものである。表より、ほぼすべてのケースで予想誤差が減少していることが観察される。期首の水準に関わらず、数値にしておよそ半分の水準にまで誤差が減少しているのが特徴的である。これは平均値、中央値ともにみられる傾向である。全体では予想誤差は期首で-0.0057であったものが、-0.0020と負の数値を維持し、平均的には楽観的予想が行われていることが分かる。利益の変化で分類したグループ毎にみると、予想誤差の符号にもほぼ変化が見られず、2期黒字増益と黒字回復のグループが正の予想誤差、すなわち悲観的予想を維持し、減益、赤字転落、2つの赤字継続の4つのグループでは楽観的予想が維持されている。

ほぼすべてのケースで予想誤差が半減しているのも、誤差の大きさの関係は期首予想の段階と変化していない。すなわち、2期黒字増益のグループや黒字回復のグループは誤差が小さく、2期黒字だが減益のグループがそれに続いている。次に、上場部の違いで標本を分割して観察したパネルB及びパネルCをみる。東証に上場する標本を観察したパネルBの結果は、全体的な傾向はパネルAと同じであるが、中間期の予想誤差における平均が全標本の-0.0020と比較して-0.0008とさらに小さくなっていることが特徴である。2期黒字増益と黒字回復のグループではその差はほとんどないが、楽観的予想を行う減益のグループでは誤差の減少が目立っている。ジャスダックに上場する標本を観察したパネルCでは、中間期予想誤差の平均が-0.0056と東証上場の標本の3倍弱の誤差が残っている。ジャスダック上場企業の予想誤差が大きい傾向は黒字一赤字、増益一減益のいずれの組み合わせでも存在し、中間期においても期首と同様の傾向が維持される、言い換えれば中間期においてもジャスダック上場企業の予想誤差は東証上場のそれに比べて高いことが分かった。

表12 期首から中間期における経営者予想の特徴 (単独) : 経常利益

パネルA : 全標本							
期首予想	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
	0.0070	-0.0105	-0.0444	-0.0017	-0.0280	0.0059	-0.0046
	0.0068	-0.0163	-0.0836	0.0017	-0.0752	0.0059	-0.0057
	0.0044	-0.0035	-0.0127	0.0003	-0.0299	0.0059	0.0000
	9,936	6,751	985	894	434	391	19,391
増益予想	0.0085	-0.0161	-0.0525	0.0039	-0.0366	-0.0670	-0.0059
	0.0047	-0.0067	-0.0252	0.0028	-0.0167	-0.0311	-0.0021
	0.0044	-0.0105	-0.0374	0.0011	-0.0234	-0.0474	-0.0013
	0.0027	-0.0035	-0.0158	0.0014	-0.0087	-0.0192	0.0002
	3,082	2,610	328	295	63	76	6,454
減益予想	0.0094	-0.0143	-0.0530	0.0070	-0.0375	-0.0655	-0.0048
	0.0051	-0.0061	-0.0246	0.0041	-0.0227	-0.0362	-0.0017
	0.0046	-0.0095	-0.0398	0.0021	-0.0232	-0.0441	-0.0014
	0.0027	-0.0033	-0.0184	0.0018	-0.0116	-0.0149	0.0001
	13,046	9,384	1,317	1,199	500	468	25,914
合計	0.0087	-0.0156	-0.0528	0.0047	-0.0370	-0.0666	-0.0057
	0.0048	-0.0066	-0.0251	0.0031	-0.0176	-0.0319	-0.0020
	0.0044	-0.0103	-0.0379	0.0014	-0.0234	-0.0465	-0.0013
	0.0027	-0.0035	-0.0162	0.0015	-0.0094	-0.0186	0.0002

上段：標本数，中段上：予想誤差の期首平均値，中段下：予想誤差の中間期平均値，
下段上：予想誤差の期首中央値，下段下：予想誤差の中間期中央値

表12：続き

パネルB：東証

期首予想	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
	0.0033	-0.0028	-0.0444	0.0090	-0.0128		-0.0037
	0.0087	-0.0089	-0.0836	0.0181	-0.0442		-0.0032
	0.0046	-0.0021	-0.0127	0.0081	-0.0128		0.0004
	7,646	4,843	608	611	294	254	14,256
増益予想	0.0085	-0.0133	-0.0421	0.0046	-0.0283	-0.0564	-0.0031
	0.0045	-0.0052	-0.0189	0.0027	-0.0116	-0.0269	-0.0008
	0.0044	-0.0090	-0.0338	0.0016	-0.0213	-0.0419	-0.0004
	0.0026	-0.0029	-0.0136	0.0015	-0.0076	-0.0182	0.0004
	2,459	2,066	251	208	34	36	5,054
減益予想	0.0095	-0.0123	-0.0467	0.0062	-0.0320	-0.0367	-0.0029
	0.0048	-0.0051	-0.0217	0.0039	-0.0179	-0.0165	-0.0009
	0.0045	-0.0084	-0.0359	0.0018	-0.0227	-0.0276	-0.0010
	0.0025	-0.0027	-0.0162	0.0017	-0.0092	-0.0116	0.0002
	10,122	6,923	863	822	329	290	19,349
合計	0.0087	-0.0130	-0.0437	0.0051	-0.0287	-0.0540	-0.0031
	0.0045	-0.0052	-0.0198	0.0030	-0.0122	-0.0256	-0.0008
	0.0044	-0.0088	-0.0344	0.0017	-0.0214	-0.0405	-0.0005
	0.0026	-0.0029	-0.0141	0.0016	-0.0077	-0.0179	0.0004

パネルC：ジャスダック

期首予想	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
	0.0126	-0.0226		-0.0063	-0.0357	0.0059	-0.0058
	0.0063	-0.0255		-0.0144	-0.0919	0.0059	-0.0146
	0.0042	-0.0141		-0.0083	-0.0357	0.0059	-0.0005
	2,290	1,908	377	283	140	137	5,135
増益予想	0.0084	-0.0233	-0.0694	0.0025	-0.0540	-0.0865	-0.0136
	0.0053	-0.0106	-0.0354	0.0030	-0.0276	-0.0390	-0.0058
	0.0043	-0.0156	-0.0481	-0.0006	-0.0323	-0.0585	-0.0053
	0.0034	-0.0061	-0.0210	0.0010	-0.0124	-0.0253	-0.0009
	623	544	77	87	29	40	1,400
減益予想	0.0093	-0.0219	-0.0735	0.0088	-0.0440	-0.0915	-0.0114
	0.0064	-0.0101	-0.0341	0.0046	-0.0283	-0.0540	-0.0048
	0.0050	-0.0144	-0.0564	0.0046	-0.0272	-0.0694	-0.0041
	0.0044	-0.0058	-0.0208	0.0025	-0.0136	-0.0172	-0.0006
	2,924	2,461	454	377	171	178	6,565
合計	0.0086	-0.0230	-0.0701	0.0039	-0.0528	-0.0871	-0.0132
	0.0056	-0.0105	-0.0352	0.0032	-0.0278	-0.0421	-0.0056
	0.0045	-0.0155	-0.0504	0.0001	-0.0320	-0.0613	-0.0050
	0.0036	-0.0060	-0.0210	0.0011	-0.0129	-0.0231	-0.0008

上段：標本数，中段上：予想誤差の期首平均値，中段下：予想誤差の中間期平均値，
下段上：予想誤差の期首中央値，下段下：予想誤差の中間期中央値

表13は同じく経常利益の予想誤差を連結決算について観察したものである。表のパネルAからは中間期の予想誤差は-0.0022と表12のパネルA (-0.0020) と同じ水準であり、全標本における経常利益の予想については単独と連結に違いはないことがわかる。パネルB, Cによる上場市場毎にみても、表12のパネルB, Cと大きな違いはなく、全標本および東証上場企業がそれぞれ、-0.0022, -0.0010であるのに対し、ジャスダック上場企業の予想誤差が-0.0071と大きい。例えば、赤字転落となった企業において、東証上場企業の予想誤差が-0.0238であるのに対して、ジャスダック上場企業の誤差は-0.0408と特に減益あるいは赤字の企業については顕著であり、2期黒字増益と黒字回復のグループでは東証上場のグループとさほど変わらない(2期黒字増益では東証上場: 0.0044, ジャスダック上場: 0.0049), という特徴が継続して観察されている。

期首予想のタイプ毎にみると、標本数の比較的多い増益予想・減益予想×2期黒字増益・2期黒字減益・赤字転落の6つのグループでの予想誤差に単独と連結での違いが観察される。単独では例えば、増益予想かつ2期黒字増益のグループでの中間期予想誤差が0.0047であるのに対し、減益予想かつ2期黒字増益では0.0051と、2期黒字増益・2期黒字減益・赤字転落、それぞれにおいて増益予想と減益予想の間に予想誤差の水準に差は認められないが、連結の場合、2期黒字増益のグループでは増益予想(0.0036)より減益予想での予想誤差(0.0102)が大きく、2期黒字減益・赤字転落のグループでは増益予想の方が大きな予想誤差(増益予想: -0.0109に対し減益予想: -0.0012)となっている。この傾向は全標本及び各市場に共通して、期首および中間期共に観察されている。単独での予想誤差は増益・減益予想共に連結におけるかい離の中間に収まっており、追加の分析が必要であると思われる。

表13 期首から中間期における経営者予想の特徴 (連結): 経常利益

パネルA: 全標本							
期首予想	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
	0.0019	-0.0141	-0.0041				-0.0082
	0.0030	-0.0125	-0.0119				-0.0040
	0.0021	-0.0047	-0.0041				-0.0025
	7,414	3,072	502	771	302	241	12,302
増益予想	0.0071	-0.0240	-0.0648	0.0023	-0.0431	-0.0841	-0.0069
	0.0036	-0.0109	-0.0339	0.0019	-0.0217	-0.0386	-0.0031
	0.0035	-0.0160	-0.0455	0.0006	-0.0251	-0.0558	-0.0017
	0.0022	-0.0069	-0.0211	0.0013	-0.0116	-0.0260	0.0000
	1,111	2,104	277	3	2	20	3,517
減益予想	0.0189	-0.0065	-0.0513	0.0790	0.0631	-0.0248	-0.0020
	0.0102	-0.0012	-0.0194	0.0199	0.0351	-0.0074	0.0010
	0.0128	-0.0034	-0.0364	0.0832	0.0631	-0.0249	0.0007
	0.0072	-0.0002	-0.0123	0.0120	0.0351	-0.0055	0.0017
	8,533	5,191	781	774	304	261	15,844
合計	0.0086	-0.0169	-0.0599	0.0026	-0.0424	-0.0796	-0.0058
	0.0045	-0.0070	-0.0287	0.0020	-0.0213	-0.0362	-0.0022
	0.0047	-0.0114	-0.0430	0.0006	-0.0250	-0.0524	-0.0011
	0.0029	-0.0040	-0.0176	0.0014	-0.0114	-0.0238	0.0004

上段: 標本数, 中段上: 予想誤差の期首平均値, 中段下: 予想誤差の中間期平均値,
下段上: 予想誤差の期首中央値, 下段下: 予想誤差の中間期中央値

表13：続き

パネルB：東証

期首予想	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
	0.0019	-0.0080	-0.0099				-0.0037
	0.0030	-0.0063	-0.0198				-0.0014
	0.0021	-0.0047	-0.0099				-0.0004
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	-0.0094	-0.0286	0.0021	-0.0154	-0.0322	-0.0017
	0.0036	-0.0148	-0.0409	0.0009	-0.0237	-0.0475	-0.0008
	0.0022	-0.0064	-0.0193	0.0015	-0.0095	-0.0226	0.0003
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
	0.0099	-0.0010	-0.0158	0.0199	0.0643	-0.0090	0.0015
	0.0126	-0.0031	-0.0350	0.0832	0.1159	-0.0233	0.0010
合計	0.0069	-0.0001	-0.0109	0.0120	0.0643	-0.0092	0.0018
	7,130	4,091	555	587	206	169	12,738
	0.0088	-0.0148	-0.0525	0.0027	-0.0343	-0.0670	-0.0034
	0.0044	-0.0059	-0.0238	0.0022	-0.0150	-0.0304	-0.0010
	0.0047	-0.0105	-0.0391	0.0009	-0.0236	-0.0458	-0.0004
	0.0028	-0.0037	-0.0154	0.0015	-0.0093	-0.0206	0.0006

パネルC：ジャスダック

期首予想	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
		-0.0234	0.0018				-0.0198
		-0.0182	-0.0040				-0.0136
		-0.0074	0.0018				-0.0027
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
	0.0040	-0.0160	-0.0455	0.0013	-0.0350	-0.0503	-0.0085
	0.0028	-0.0224	-0.0596	-0.0020	-0.0320	-0.0766	-0.0066
	0.0025	-0.0095	-0.0261	0.0001	-0.0181	-0.0444	-0.0022
減益予想	160	386	67		1	7	621
	0.0220	-0.0075	-0.0650		0.0104	-0.0230	-0.0063
	0.0122	-0.0019	-0.0305		0.0060	-0.0046	-0.0014
	0.0155	-0.0052	-0.0473		0.0104	-0.0300	-0.0017
合計	0.0099	-0.0012	-0.0239		0.0060	-0.0019	0.0011
	1,403	1,100	226	187	98	92	3,106
	0.0078	-0.0247	-0.0782	0.0026	-0.0594	-0.1027	-0.0157
	0.0049	-0.0111	-0.0408	0.0013	-0.0346	-0.0468	-0.0071
	0.0042	-0.0159	-0.0563	-0.0020	-0.0317	-0.0711	-0.0055
	0.0035	-0.0062	-0.0252	0.0001	-0.0180	-0.0370	-0.0015

上段：標本数，中段上：予想誤差の期首平均値，中段下：予想誤差の中間期平均値，
下段上：予想誤差の期首中央値，下段下：予想誤差の中間期中央値

表14 中間予想（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	0.002	0.000	0.000	0.899	0.001	0.008
	0.000	0.000	0.000	0.000	0.343	0.002	0.032
連結	0.000	0.281	0.000	0.000	0.545	0.004	0.023
	0.000	0.138	0.000	0.000	0.097	0.001	0.005

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	0.412	0.134	0.138	0.060	0.145	0.225	0.277
	0.215	0.935	0.012	0.018	0.178	0.153	0.040
東証	0.337	0.497	0.007	0.036	0.321	0.283	0.196
	0.120	0.390	0.000	0.076	0.401	0.376	0.162
ジャスダック	0.027	0.219	0.515	0.194	0.238	0.373	0.585
	0.039	0.338	0.455	0.033	0.158	0.170	0.112

上段：t検定での有意確率，下段：Mann-Whitney検定での有意確率

最後に市場間，連単間で予想誤差に差があるかを平均値及び中央値を用いて検定した結果を表14に示す。パネルAから東証とジャスダックの間には，単独，連結いずれの場合においても1%の有意水準で予想誤差に差があることが示された。各グループでみると連結決算における2期黒字増益と単連共に黒字回復の場合において，市場間の差異はないという結果が得られている。また，パネルBからは全標本ならびに各市場において，全体およびほぼすべてのグループで連単間では予想誤差に有意な差はないという結果となった。

3.6 中間予想の特徴～当期純利益

次に表9から表11と対応させて，当期純利益の中間期予想の特徴をみる。表15は単独決算における当期純利益の期首及び中間期の予想誤差を示したものである。表から，中間期では経常利益と同様にすべてのケースで予想誤差が減少していることが観察される。全体では予想誤差は-0.0075と楽観的予想であり，精度は期首(-0.0126)の半分程度の水準にまで縮小している。単独における経常利益に対する中間期の予想誤差が-0.0020であることと比較すると，当期純利益の予想は難しいという傾向が観察される。利益の変化で分類したグループ毎にみると，2期黒字増益と黒字回復のグループが悲観的予想（順に0.0027，0.0028）であり，表12の経常利益の予想誤差（同じく0.0048，0.0031）と比較して同じかやや小さい誤差となっている一方で，減益，赤字転落，2つの赤字継続の4つのグループでは楽観的予想であるが，減益ながらも黒字のグループを除き，経常利益の予想誤差と比較すると誤差が大きくなっている（例えば赤字転落では経常利益：-0.0251，当期純利益：-0.0351）のが特徴となっている。

次に，上場市場の違いで標本を分割して観察したパネルB及びパネルCをみる。東証に上場する標本を観察したパネルBをみると，中間期予想誤差の平均が-0.0059と全標本(-0.0075)と比較して小さな水準となっている。これは経常利益の場合と同様，赤字転落，赤字の3グルー

表15 期首から中間期における経営者予想の特徴 (単独) : 当期純利益

パネルA : 全標本

期首予想	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
	0.0060	-0.0047	-0.0281	0.0025	-0.0791	-0.0292	-0.0112
	0.0033	-0.0067	-0.0432	0.0010	-0.0293	-0.0535	-0.0065
	0.0028	-0.0030	-0.0217	0.0010	-0.0084	-0.0312	-0.0029
	8,107	6,169	1,924	1,958	726	858	19,742
増益予想	0.0054	-0.0101	-0.0581	0.0037	-0.0518	-0.1108	-0.0130
	0.0027	-0.0050	-0.0351	0.0027	-0.0298	-0.0674	-0.0076
	0.0022	-0.0068	-0.0395	0.0000	-0.0288	-0.0703	-0.0027
	0.0012	-0.0028	-0.0201	0.0001	-0.0165	-0.0388	-0.0010
	2,660	1,942	708	458	142	168	6,078
減益予想	0.0053	-0.0097	-0.0576	0.0057	-0.0475	-0.1063	-0.0111
	0.0025	-0.0051	-0.0353	0.0032	-0.0269	-0.0691	-0.0069
	0.0021	-0.0067	-0.0407	0.0005	-0.0303	-0.0736	-0.0025
	0.0010	-0.0030	-0.0203	0.0004	-0.0150	-0.0315	-0.0010
	10,794	8,142	2,654	2,421	872	1,031	25,914
合計	0.0054	-0.0100	-0.0578	0.0040	-0.0520	-0.1097	-0.0126
	0.0027	-0.0050	-0.0351	0.0028	-0.0295	-0.0675	-0.0075
	0.0022	-0.0067	-0.0397	0.0000	-0.0290	-0.0703	-0.0026
	0.0012	-0.0029	-0.0202	0.0002	-0.0159	-0.0379	-0.0010

パネルB : 東証

期首予想	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
	0.0043	-0.0042	-0.0227	0.0009	-0.1498	-0.0230	-0.0117
	0.0004	-0.0057	-0.0453	0.0008	-0.4511	-0.0437	-0.0063
	0.0014	-0.0026	-0.0110	0.0008	-0.1498	-0.0124	-0.0030
	6,225	4,539	1,305	1,455	516	568	14,608
増益予想	0.0054	-0.0087	-0.0512	0.0047	-0.0401	-0.0934	-0.0096
	0.0025	-0.0042	-0.0304	0.0030	-0.0240	-0.0566	-0.0057
	0.0022	-0.0061	-0.0349	0.0001	-0.0246	-0.0648	-0.0019
	0.0011	-0.0025	-0.0179	0.0001	-0.0147	-0.0344	-0.0007
	2,149	1,494	547	308	87	103	4,688
減益予想	0.0053	-0.0085	-0.0541	0.0046	-0.0420	-0.0910	-0.0091
	0.0022	-0.0044	-0.0354	0.0030	-0.0272	-0.0642	-0.0062
	0.0020	-0.0060	-0.0383	0.0004	-0.0292	-0.0542	-0.0019
	0.0010	-0.0026	-0.0207	0.0004	-0.0152	-0.0293	-0.0008
	8,390	6,051	1,863	1,766	605	674	19,349
合計	0.0053	-0.0087	-0.0520	0.0047	-0.0418	-0.0928	-0.0095
	0.0024	-0.0043	-0.0318	0.0030	-0.0249	-0.0576	-0.0059
	0.0021	-0.0061	-0.0362	0.0001	-0.0251	-0.0628	-0.0019
	0.0010	-0.0025	-0.0191	0.0002	-0.0148	-0.0336	-0.0007

上段 : 標本数, 中段上 : 予想誤差の期首平均値, 中段下 : 予想誤差の中間期平均値,
下段上 : 予想誤差の期首中央値, 下段下 : 予想誤差の中間期中央値

経営者による利益予想(2) (阿部)

表15：続き

パネルC：ジャスダック

期首予想	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	
変化なし	0.0106	-0.0096	-0.0445	0.0049	-0.0279	-0.0682	-0.0166
	0.0086	-0.0054	-0.0335	0.0049	-0.0084	-0.0385	-0.0105
	0.0091	-0.0076	-0.0411	0.0049	-0.0279	-0.0682	-0.0076
	0.0057	-0.0041	-0.0262	0.0049	-0.0084	-0.0385	-0.0028
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
	0.0034	-0.0070	-0.0448	0.0019	-0.0440	-0.0884	-0.0130
	0.0025	-0.0092	-0.0509	-0.0014	-0.0414	-0.0864	-0.0053
	0.0017	-0.0039	-0.0245	0.0000	-0.0222	-0.0511	-0.0022
減益予想	511	448	161	150	55	65	1,390
	0.0055	-0.0138	-0.0692	0.0079	-0.0562	-0.1305	-0.0179
	0.0036	-0.0073	-0.0349	0.0035	-0.0264	-0.0769	-0.0093
	0.0026	-0.0095	-0.0475	0.0010	-0.0347	-0.0942	-0.0051
	0.0015	-0.0045	-0.0193	0.0003	-0.0144	-0.0424	-0.0022
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
	0.0035	-0.0071	-0.0426	0.0023	-0.0401	-0.0860	-0.0122
	0.0025	-0.0093	-0.0504	-0.0005	-0.0394	-0.0880	-0.0053
	0.0017	-0.0041	-0.0230	0.0001	-0.0193	-0.0488	-0.0022

上段：標本数，中段上：予想誤差の期首平均値，中段下：予想誤差の中間期平均値，
下段上：予想誤差の期首中央値，下段下：予想誤差の中間期中央値

表16 期首から中間期における経営者予想の特徴（連結）：当期純利益

パネルA：全標本

期首予想	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				
変化なし	0.0085	-0.0174	-0.2754				-0.0144
	0.0052	-0.0051	-0.1195				-0.0044
	0.0069	-0.0166	-0.2754				-0.0004
	0.0032	0.0001	-0.1195				0.0022
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
	0.0024	-0.0083	-0.0375	0.0021	-0.0251	-0.0616	-0.0070
	0.0021	-0.0115	-0.0429	-0.0002	-0.0251	-0.0623	-0.0026
	0.0013	-0.0053	-0.0213	0.0003	-0.0135	-0.0333	-0.0009
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
	0.0078	-0.0015	-0.0220	0.0158	0.0139	-0.0238	-0.0036
	0.0101	-0.0018	-0.0241	0.0200	0.0259	-0.0231	-0.0006
	0.0047	-0.0006	-0.0098	0.0200	0.0025	-0.0110	0.0000
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
	0.0031	-0.0052	-0.0305	0.0021	-0.0247	-0.0582	-0.0062
	0.0030	-0.0071	-0.0359	-0.0001	-0.0247	-0.0583	-0.0021
	0.0017	-0.0030	-0.0159	0.0003	-0.0134	-0.0305	-0.0007

上段：標本数，中段上：予想誤差の期首平均値，中段下：予想誤差の中間期平均値，
下段上：予想誤差の期首中央値，下段下：予想誤差の中間期中央値

表16：続き

パネルB：東証

期首予想	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
	0.0056	-0.0084	-0.1195				-0.0083
	0.0070	-0.0080	-0.2754				-0.0020
	0.0032	-0.0057	-0.1195				0.0016
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
	0.0023	-0.0072	-0.0325	0.0019	-0.0220	-0.0509	-0.0051
	0.0021	-0.0108	-0.0401	-0.0001	-0.0232	-0.0567	-0.0019
	0.0013	-0.0049	-0.0202	0.0003	-0.0125	-0.0279	-0.0006
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
	0.0072	-0.0014	-0.0197	0.0233	0.0135	-0.0256	-0.0030
	0.0095	-0.0016	-0.0229	0.0305	0.0245	-0.0234	-0.0005
	0.0045	-0.0005	-0.0090	0.0233	-0.0007	-0.0110	0.0001
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
	0.0029	-0.0044	-0.0265	0.0019	-0.0216	-0.0484	-0.0046
	0.0030	-0.0066	-0.0330	-0.0001	-0.0230	-0.0532	-0.0015
	0.0017	-0.0028	-0.0145	0.0003	-0.0123	-0.0259	-0.0004

パネルC：東証

期首予想	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
	0.0045	0.0046					0.0045
	0.0069	-0.0211					0.0003
	0.0044	0.0044					0.0044
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
	0.0028	-0.0120	-0.0509	0.0029	-0.0333	-0.0870	-0.0145
	0.0017	-0.0146	-0.0525	-0.0005	-0.0368	-0.0822	-0.0065
	0.0016	-0.0066	-0.0246	0.0001	-0.0192	-0.0478	-0.0029
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
	0.0112	-0.0022	-0.0307	0.0006	0.0159	-0.0166	-0.0063
	0.0140	-0.0027	-0.0343	0.0075	0.0272	-0.0199	-0.0026
合計	0.0068	-0.0009	-0.0166	0.0006	0.0159	-0.0073	-0.0006
	1,099	928	383	349	159	188	3,106
	0.0059	-0.0153	-0.0715	0.0048	-0.0628	-0.1441	-0.0227
	0.0038	-0.0080	-0.0430	0.0028	-0.0330	-0.0825	-0.0127
	0.0030	-0.0095	-0.0460	-0.0005	-0.0364	-0.0771	-0.0054
	0.0021	-0.0042	-0.0203	0.0001	-0.0192	-0.0435	-0.0024

上段：標本数，中段上：予想誤差の期首平均値，中段下：予想誤差の中間期平均値，
下段上：予想誤差の期首中央値，下段下：予想誤差の中間期中央値

プにおける誤差が全標本より縮小していることに起因する。経常利益の予想誤差と比較すると、2期黒字増益と黒字回復のグループが同じかやや小さい誤差に、減益、赤字転落、2つの赤字継続の4つのグループでは、減益ながらも黒字のグループを除き、経常利益の予想誤差と比較すると誤差が大きくなっている点が全標本と同じ傾向である。ジャスダックに上場する標本を観察したパネルCでは、予想誤差の平均が-0.0122と全標本の5倍、東証上場の標本の倍程度の誤差が残っている。グループ毎では赤字の3グループにおいて、予想誤差は東証上場の標本や経常利益の場合と比較して拡大していることがわかる。

表16は同じく当期純利益の予想誤差を連結について観察したものである。パネルAからCを通じて、全体としては中間期の予想誤差は表15とほとんど同じ水準であるが、経常利益の場合と同じく、全標本及び上場市場共に2期黒字増益のグループでは増益予想より減益予想での予想誤差が大きく、2期黒字減益・赤字転落のグループでは増益予想の方が大きな予想誤差となる傾向が観察される。

続く表17では当期純利益に対する中間期予想誤差が市場間、連単間で差があるかを検定した結果であるが、ばらつきはあるものの、経常利益と同様、市場間では有意な差が、連単間では差がない、という傾向にあることが観察された。

表17 中間予想（当期利益）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	0.003	0.000	0.000	0.691	0.019	0.000
	0.000	0.000	0.000	0.000	0.753	0.004	0.000
連結	0.000	0.055	0.000	0.000	0.593	0.017	0.001
	0.000	0.147	0.000	0.000	0.677	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	0.000	0.046	0.380	0.012	0.550	0.097	0.048
	0.000	0.000	0.744	0.000	0.147	0.039	0.002
東証	0.010	0.019	0.450	0.002	0.466	0.210	0.039
	0.000	0.000	0.518	0.000	0.154	0.024	0.004
ジャスダック	0.654	0.530	0.133	0.945	0.782	0.352	0.750
	0.799	0.232	0.591	0.253	0.671	0.870	0.417

上段：t検定での有意確率，下段：Mann-Whitney検定での有意確率

3.7 予想誤差分布の特徴

予想誤差の平均値、中央値の分析からは、期首、中間期に関わらず全体的には楽観的予測が行われているが、2期間における利益の傾向によりサンプルを分類したとき、黒字かつ増益の企業群と黒字回復した企業群では悲観的予測が行われ、全体とは異なる傾向を有していることが明らかとなった。

一方で、Abarbanell and Lehavy (2003)、乙政・榎本 (2009) らの研究では予想誤差の

分布に対する分析が行われており、米国ではアナリスト予想の誤差、日本においては経営者による売上高、経常利益、当期利益に対する期首予想の誤差に、テールの非対称性 (Tail asymmetry)、中央の非対称性 (Middle asymmetry) と呼ばれる現象が観察されたことが報告されている。本稿においても期首・中間期の予想誤差分布の観察を試みる。テールの非対称性については分布の観察のみとするが、中央の非対称性については、標準化差異の検定を行うことでこれを検証する。

標準化差異を用いた分析はBurgstahler and Dichev (1997) が用いた手法であり、以下の手続きをとる。総観測数を N 、区間 i における相対度数を P_i としたとき、分布がなめらかであるためには、区間 i における期待値は、

$$N \frac{P_{i-1} + P_{i+1}}{2}$$

で与えられる。この期待値と実績値の差をその標準偏差で割った標準化差異が平均ゼロ、標準偏差1で分布することを用いて検定は行われる。ここで、区間 i における実績値と期待値との差の分散は、

$$NP_i(1-P_i) + \frac{1}{4} N (P_{i-1} + P_{i+1})(1-P_{i-1} - P_{i+1})$$

で与えられる。

図1は連結決算における経常利益の期首と中間期の予想誤差を0.1%刻みで度数分布表を求め、それを元に相対度数によるヒストグラムを作成したものである。枠線で示されているものが期首予想誤差、塗りつぶされているものが中間期予想誤差である。また、図中の点線は予想

図1：経常利益の予想誤差分布（連結）

パネルA：全標本 (N=15,844)

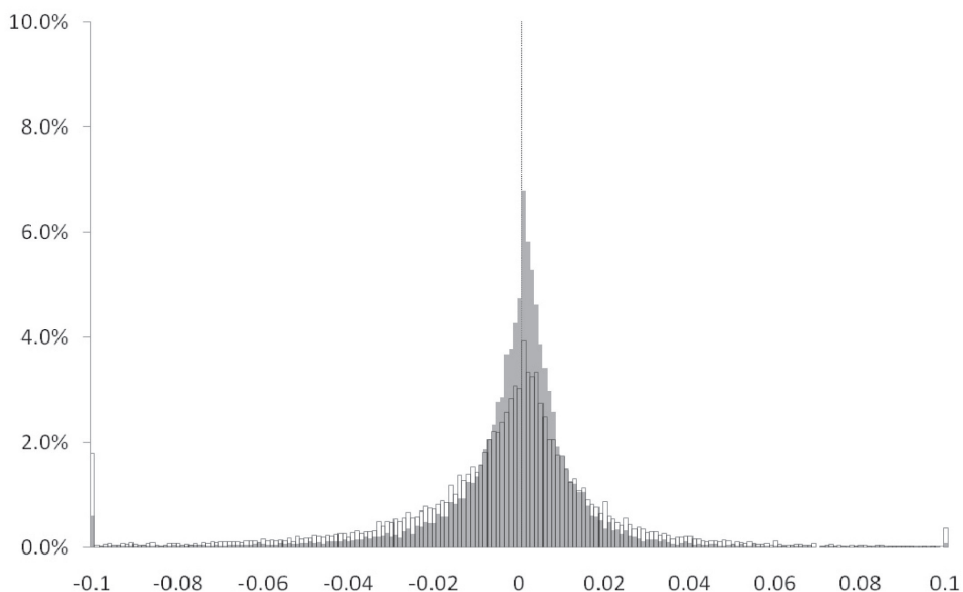
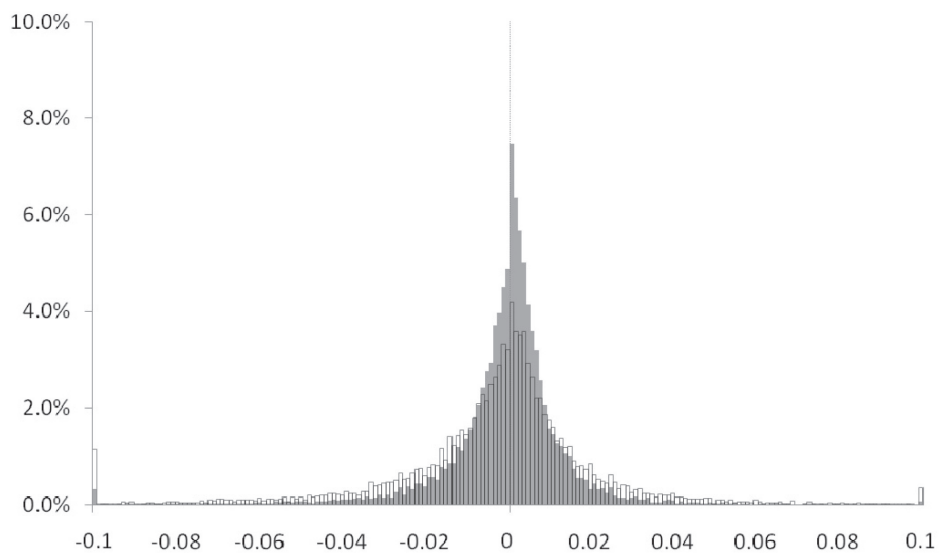


図1：続き

パネルB：東証 (N=12,738)



パネルC：ジャスダック (N=3,106)

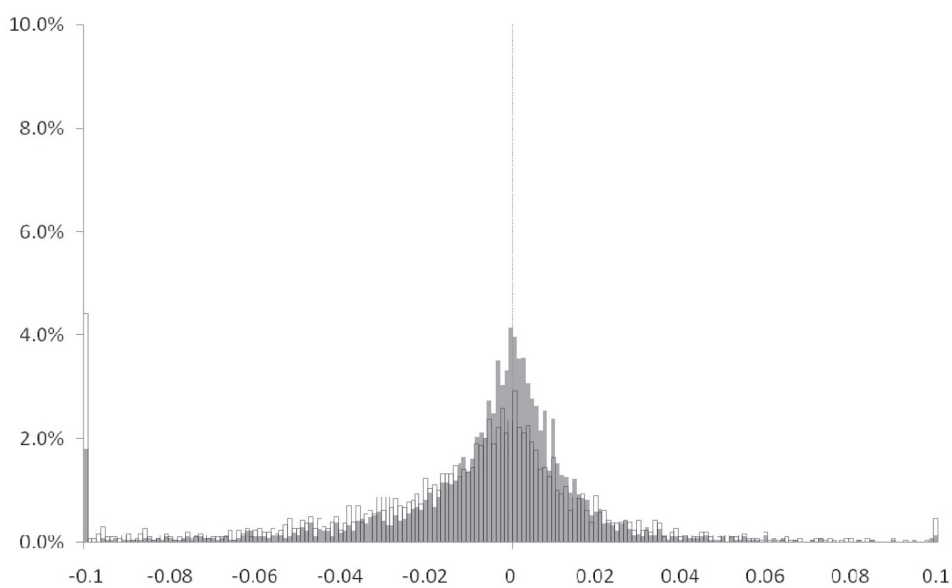


表18：標準化差異（経常利益）

パネルA：全標本

連結・期首

予想誤差の範囲	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
(-0.1%, 0.0%]	-2.806**	-1.993*	-0.848	0.633	-3.145**	-1.520	-1.002
(0.0%, 0.1%]	4.155**	3.909**	0.201	-1.416	2.789**	1.003	N.A.
連結・中間							
(-0.1%, 0.0%]	-3.838**	-4.582**	0.000	-0.118	-0.747	-1.111	-0.863
(0.0%, 0.1%]	6.496**	6.881**	0.867	1.167	1.198	0.487	0.584
単独・期首							
予想誤差の範囲	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
(-0.1%, 0.0%]	-3.201**	-2.311*	-1.515	-1.001	-1.842*	-1.423	0.448
(0.0%, 0.1%]	6.636**	6.433**	1.192	0.000	2.589**	0.654	0.448
単独・中間							
(-0.1%, 0.0%]	-3.714**	-4.018**	-0.529	-1.361	-1.598	1.002	-0.328
(0.0%, 0.1%]	9.396**	8.522**	3.552**	1.349	2.488**	0.000	1.122

パネルB：東証

連結・期首

予想誤差の範囲	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
(-0.1%, 0.0%]	-2.824**	-2.008*	-0.886	1.002	-3.325**	-1.277	-1.003
(0.0%, 0.1%]	3.750**	3.718**	-0.131	-1.417	2.519**	0.448	N.A.
連結・中間							
(-0.1%, 0.0%]	-4.716**	-4.962**	-0.345	-0.124	-1.792*	-2.558**	-1.980*
(0.0%, 0.1%]	6.858**	6.891**	1.191	1.330	1.432	0.912	1.481
単独・期首							
予想誤差の範囲	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
(-0.1%, 0.0%]	-3.233**	-2.461**	-1.572	-0.378	-1.508	-1.223	0.448
(0.0%, 0.1%]	6.569**	6.055**	1.484	0.000	2.954**	1.312	0.448
単独・中間							
(-0.1%, 0.0%]	-4.088**	-4.279**	-0.645	-1.675*	-2.052*	1.108	-0.397
(0.0%, 0.1%]	9.201**	8.103**	3.747**	1.531	2.474**	0.476	0.528

* : 5%水準 (片側) で有意。 ** : 1%水準 (片側) で有意。

表18：続き

パネルC：ジャスダック

連結・期首

予想誤差の範囲	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
(-0.1%, 0.0%]	-0.528	-0.355	-0.092	-1.002	-0.399	-1.005	N.A.
(0.0%, 0.1%]	1.809*	1.235	0.808	N.A.	1.206	1.005	N.A.
連結・中間							
(-0.1%, 0.0%]	1.206	0.053	0.742	0.000	1.682*	1.085	1.010
(0.0%, 0.1%]	0.266	1.214	-0.631	-0.380	-0.310	-0.716	-2.045*
単独・期首							
予想誤差の範囲	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
(-0.1%, 0.0%]	-0.672	-0.236	-0.192	-1.417	-1.067	-1.003	N.A.
(0.0%, 0.1%]	1.626	2.260*	-0.525	N.A.	-0.120	-1.010	N.A.
単独・中間							
(-0.1%, 0.0%]	-0.078	-0.360	0.131	0.158	0.287	0.000	0.000
(0.0%, 0.1%]	2.528**	2.796**	0.316	0.000	0.687	-1.015	1.160

*：5%水準（片側）で有意。**：1%水準（片側）で有意。

誤差ゼロの境界線を示している。紙幅の都合により、ここでは連結における当期純利益、単独決算の図表は省略した。

パネルAは全標本の予想誤差の分布である。図より期首から中間期にかけて予想誤差が縮小している様子が観察される。予想誤差の平均値からも分かることであるが、やや左側の分布が厚いことも確認できる。パネルB、Cの東証、ジャスダックでの傾向も同様である。図で目立った点としては、米国市場におけるアナリスト予想に対して指摘したAbarbanell and Lehavy (2003)、及び日本市場における経営者予想に対して指摘した乙政・榎本 (2009) らの言う2つの非対称性であろう。予測誤差ゼロ付近では期首においても目立っているが、特に中間期でゼロのすぐ右側にあたる範囲 (-0.1%, 0.0%]の相対度数はパネルAで6.79%とゼロのすぐ左側にあたる範囲 (4.73%) よりも高い水準にあり、中央の非対称性が観察される。パネルBでは同じくゼロの右側が7.48% (左側：4.87%) とさらに高い水準で強く非対称性が観察される。逆にパネルCではゼロのすぐ右側は3.96% (左側：4.15%) と低く、非対称性はみられず、分布の形状が東証と比較して潰れていることが大きな違いとなっている。

表18は経常利益に対する予想誤差がゼロの前後にあたる区間 (-0.1%, 0.0%]と (0.1%, 0.1%]における標準化差異を示したものである。分布からの観察は標準化差異の検定結果からも伺うことができる。全体をみると、連結・単独、期首・中間期に関わらず、全標本であるパネルAと東証を対象としたパネルBでは、ゼロを下回る (左側) 予想誤差の範囲では有意に負の標準化差異を観察している。また、ゼロを上回る (右側) 範囲では有意に正の標準化差異を観察しており、ゼロ付近で不規則な分布が表れていることが分かった。ジャスダック上場の企業を対象とした表18パネルBをみると、パネルA、Bとは異なり、有意な水準となったケースは少なく、標準化差異からはゼロ付近で分布の歪みがあるという明確な結論は得られなかった。

図は掲載していないが、当期純利益の分布については、全標本では範囲 $(-0.1\%, 0.0\%]$ が中間期で8.46%、東証で9.25%、ジャスダックでは5.22%とさらに強く中央の非対称性の傾向が表れている。当期利益に対する検定結果は紙幅の関係から省略するが、検定結果からも全標本と東証上場企業については中央の非対称性が確認され、ジャスダック上場企業については単独について $(-0.1\%, 0.0\%]$ の範囲において有意な結果を得た以外には非対称性を示す結果は得られなかった。図1において分布の端をみると、分布の左端にあたる-10%より大きな誤差と右端の10%より大きな誤差では左端の誤差の数が多くなっている。パネルAでは期首が1.78% (282件)、中間期が0.61% (96件)と右端の期首0.37% (59件)、中間期0.08% (13件) よりもかなり多い。これは数こそ少なくなるものの、パネルBの東証でも同じ傾向である。パネルCでは左端の期首が4.4% (137件)、中間期が1.8% (56件)と東証と比較して多く表れている。ジャスダック上場企業の予想誤差が東証よりも楽観的な結果となったのはこうした極端に楽観的なサンプルの数が多い影響であると思われる。

次に利益の傾向毎に観察した結果をみることにする。図2は連結の経常利益について、全標本を対象として2期間の実績別に予想誤差分布を描いたもの、図3は同じくジャスダックを対象に描いたものである。図1と同じく当期純利益の結果と、全標本と傾向が近いので東証上場企業の結果を省略した。さらに代表的な形状として、2期黒字増益と2期黒字減益、そして赤字転落のグループの結果のみを示すこととする。図2のパネルAは2期黒字増益のグループであるが、全体が比較的左右対称の分布であったことと比較してばらつきが少なく、右に厚い分布となっている。中央の非対称性を観察すると、期首は区間 $(-0.1\%, 0.0\%]$ と $(0.1\%, 0.1\%]$ でそれぞれ3.96%、5.52%であるのが、中間期では5.04%、8.54%と拡大し、非対称性が強まっていることが観察される。表18パネルAからも、図には掲載されていない単独の場合を含めて、ゼロの左右で共に有意な結果が確認されている。テールの非対称性をみると、分布の左端にあたる-10%を超える誤差は期首、中間期でそれぞれ0.04% (3件)、0.01% (1件)、逆に右端の10%を超える誤差は同じく0.57% (49件)、0.12% (10件)と、これまでに報告されたテールの非対称性とは逆の関係がみられる。図には示されていないが、単独を対象としたグループにおいても同様に、逆となったテールの非対称性が観察されている。パネルBは2期黒字であるが、減益となったグループである。このグループは2期黒字増益とは対照的に左に厚い分布となっている。分布のピークは表13からも確認できるが、期首では特にゼロから大きく左にシフトしている。中間期の予想により分布はゼロに近づくが、全体として左に歪む傾向に変化はない。中央の非対称性について期首では、区間 $(-0.1\%, 0.0\%]$ と $(0.1\%, 0.1\%]$ でそれぞれ2.37%、2.06%であるのが、中間期では5.07%、5.09%と特に観察されない。表18パネルAからも単独・中間期の区間 $(0.1\%, 0.1\%]$ 以外に有意な結果は得られておらず、中央の非対称性は存在しないと結論付けることができる。テールの非対称性を観察すると、-10%を超える誤差は期首、中間期それぞれで1.35% (70件)、0.35% (18件)とわずかながらも非対称性が存在するようにみえる。単独でも同じ傾向が観察されている。図には示されていないが、黒字回復のグループの分布はこの2つの中間的な形状であり、比較的左右対称の分布である。検定の結果も連結・中間期の結果を除きすべて有意な結果となっている。パネルCは赤字転落のグループの分布である。残りの2期連続赤字となる2グループもほぼ同様の分布である。2期黒字であるが、減

益のグループと同様、分布はゼロから大きく左にシフトしている。中間期にはゼロに近づくが、分布の大半は左側にあり、ほとんどの予想が楽観的予想であることがわかる。また、グラフ、表18からも観察されるように、中央の非対称性は観測されず、テールの非対称性が強く現れている。パネルCの場合、-10%以上の予想誤差となった標本は期首で14.72% (115件) にもなる。中間期では5.25% (53件) とその割合は半減するが、最頻であることには変わりがない。期首においては2期赤字増益で10.20% (31件)、2期赤字減益では23.37% (61件) にも達しており、赤字となる企業の予想の中にはその実績と比較して過度に楽観的なものが含まれていることがわかる。当期純利益においても、当期に赤字を記録した3グループではいずれも中央の非対称性は認められず、テールの非対称性が強く認められた。特に2期赤字減益のグループでは強く現れ、単独の期首予想では34.43% (355件) と集中していることがわかった。

最後に図3と図2を比較しながら検証することで、全標本(あるいは東証)とジャスダックでの違いをみることにする。図3のパネルAからは全標本の場合と同じくわずかに右に厚い分布をみせているが、ゼロ付近への集中度合いは低く、期首における区間(-0.1%, 0.0%]と(0.1%, 0.1%]でそれぞれ3.49%, 4.63%、中間期で4.56%, 5.70%と全標本で認められた中央の非対称性は観察されない。表18からは単独における区間(0.1%, 0.1%]で正に有意な結果が得られているが、連結ではゼロのすぐ右側への集中は認められないという結果となった。

図2：2期間の実績別経常利益の予想誤差分布(全標本・連結)

パネルA：2期黒字増益(N=8,533)

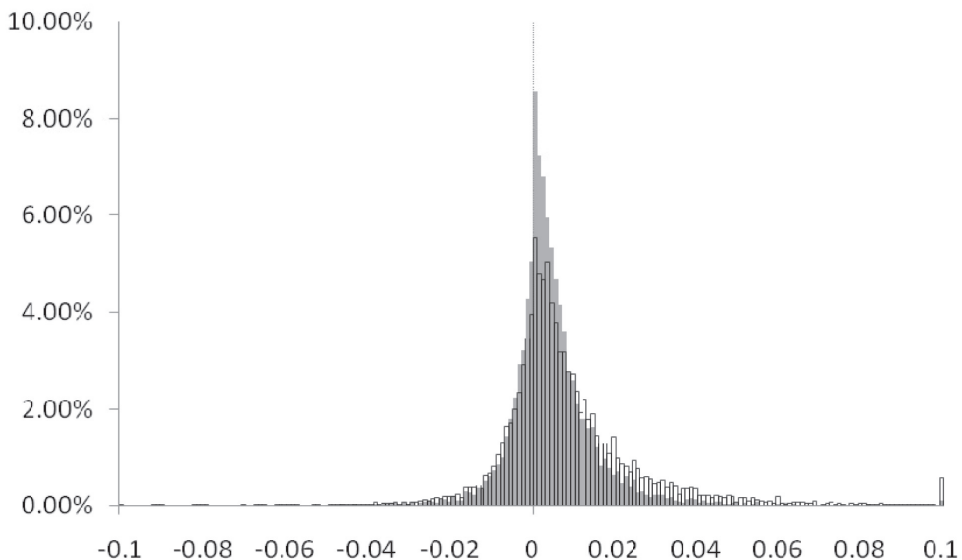
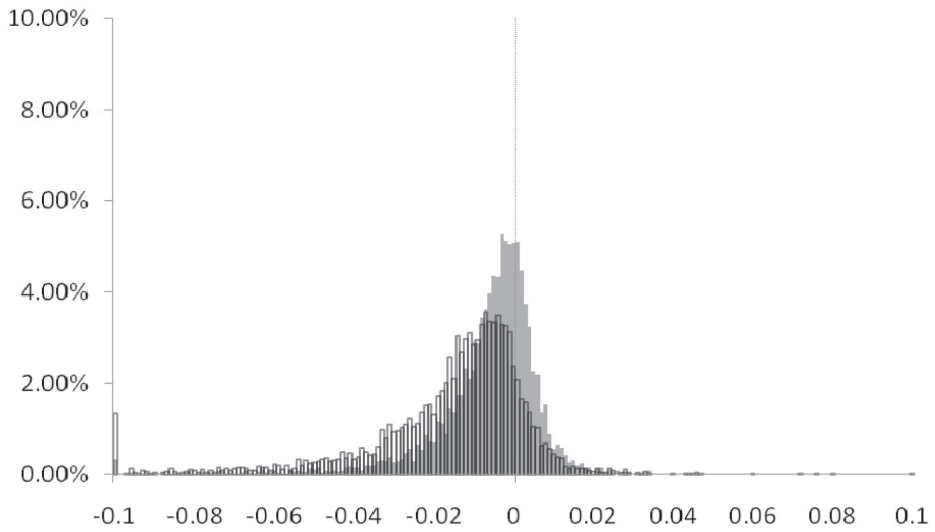


図2：続き

パネルB：2期黒字減益 (N=5,191)



パネルC：赤字転落 (N=781)

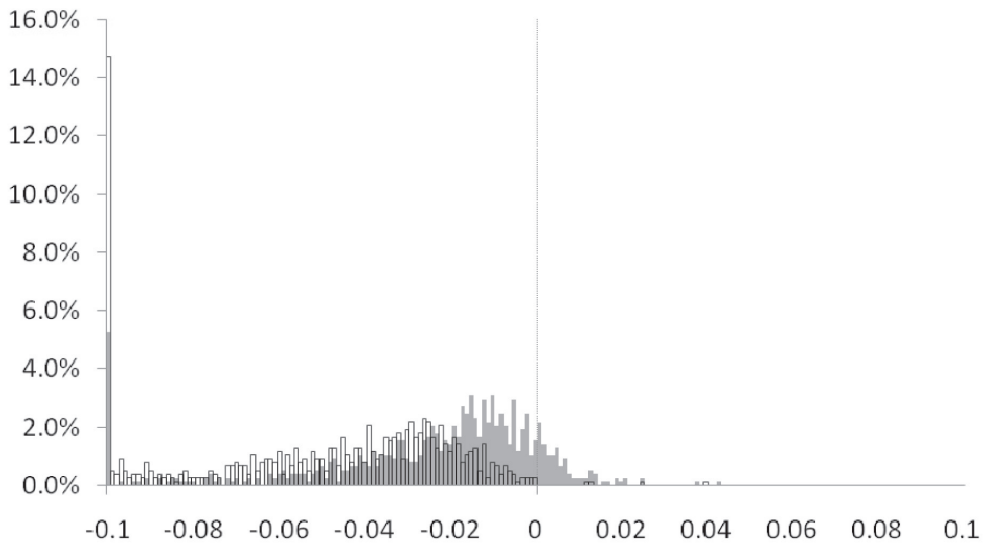
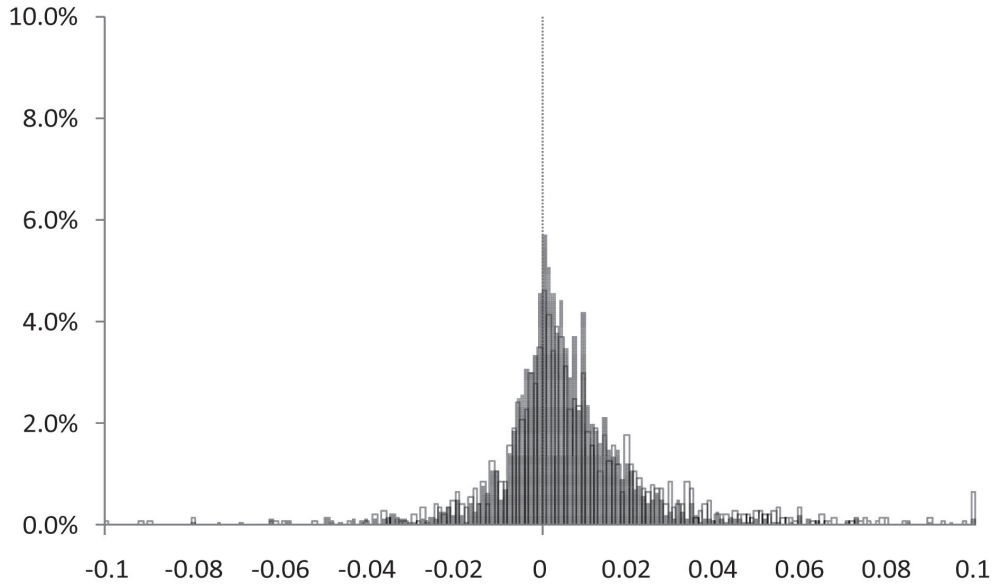


図 3 : 2 期間の実績別経常利益の予想誤差分布 (ジャスダック・連結)

パネルA : 2 期黒字増益 (N=1, 403)



パネルB : 2 期黒字減益 (N=1, 100)

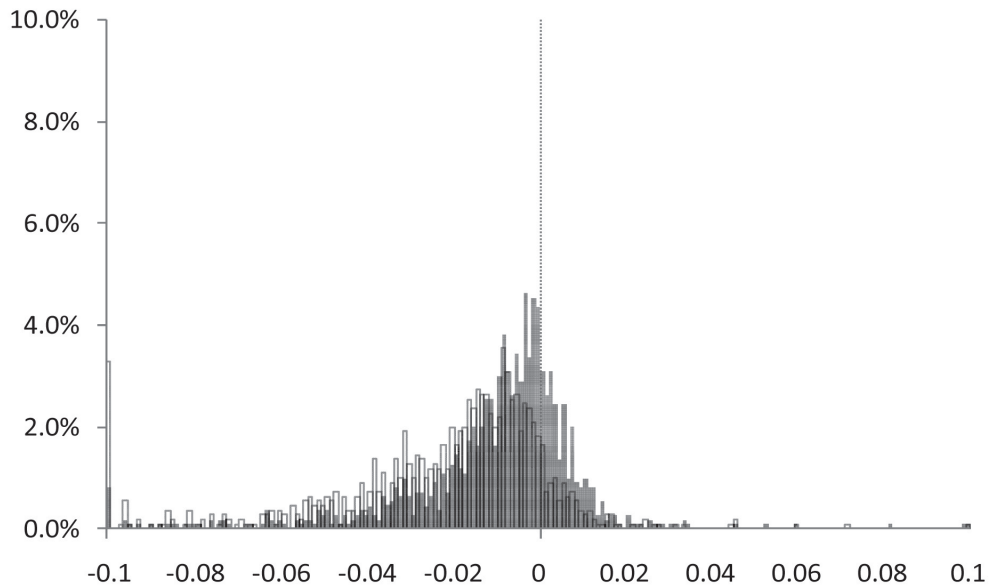
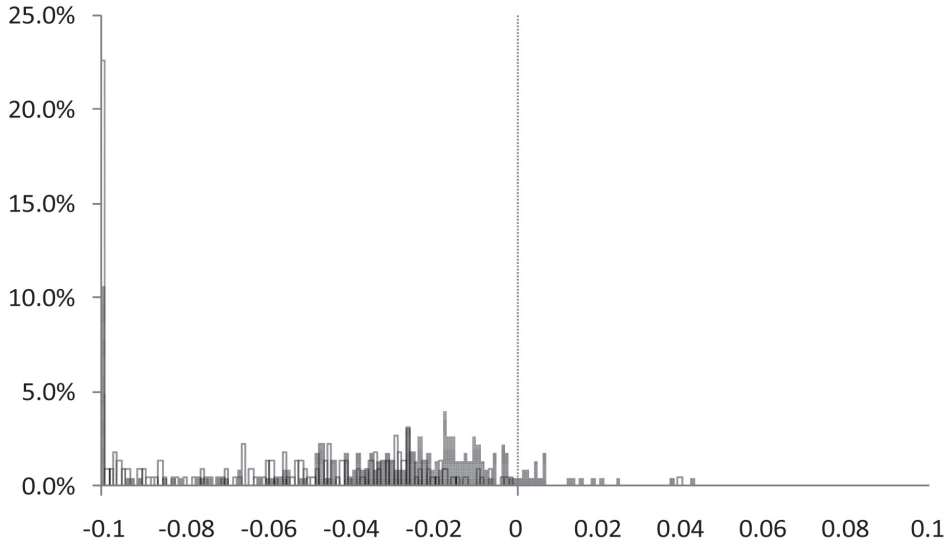


図3：つづき

パネルC：赤字転落 (N=226)



分布の両端をみると、 -10% を超える誤差は期首に 0.07% （1件）のみの観測に対し、 10% を超える誤差は期首 0.64% （9件）、中間期 0.14% （2件）とわずかであり、（逆の）テールの非対称性と判断するには材料が足りないと考えられる。パネルBは2期黒字減益のグループである。分布の形状は図2におけるパネルBと同じ傾向である。中央の非対称性は単独を含めてグラフ、表18からも認められない。分布の端をみると、ジャスダックにおいては -10% を超える誤差は期首で 3.27% （36件）、中間期で 0.82% （9件）と全標本よりも強くテールの非対称性が現れている。単独ではさらにこの傾向が強く現れている。図には示されていないが、ジャスダックにおける黒字回復のグループでは全標本と異なり、中央の非対称性は認められなかった。パネルCはジャスダック上場企業のうち、赤字転落のグループである。これも全標本と同じくほとんどすべてがゼロの左側に分布し、中間期で右にシフトしてもその結果は変わらない。したがって、ゼロの前後の分布についても特徴は見出せず、検定結果からも中央の非対称性は単独の場合も含めて認められない。一方、 -10% を超える誤差は期首が 22.57% （51件）、中間期が 10.62% （24件）と時間が経過しても 10% 以上の標本が過度に楽観的な予想となっている。これは全標本の倍近い比率であり、ジャスダック上場企業の予想の特徴と呼んでも良いであろう。残りの2期赤字増益、2期赤字減益のグループも中央の非対称性、テールの非対称性ともに同じ傾向を示している。特に2期赤字減益の場合、 -10% を超える誤差は期首が 37.78% （32件）、中間期が 14.13% （13件）とさらに強く現れている。当期純利益では概ね経常利益の場合と結果は異ならないが、中央の非対称性では単独の黒字回復のグループで経常利益の場合には認められなかった非対称性が観察されている。また、テールの非対称性では赤字の3グループで特に -10% を超える割合が高まっていて、経常利益に比べて非対称性が強く現れていることが判明した。

4 まとめと今後の課題

本稿では1997年から2008年までの12年間で東証1, 2部及びジャスダック市場に上場する銘柄のうち、条件により当てはまる単独決算で25,914社・年、連結決算で15,844社・年の標本を用いて経常利益、当期純利益に対する経営者予想の特徴を分析した。分析に用いる指標は当期の実績値と予想利益の差を前期の総資産で除した予想誤差である。

分析結果を簡単にまとめてみよう。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。また、実質GDP成長率との相関が正であることから、景気が向上くと悲観的に、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いたことが分かった。加えて、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。

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り、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が、本稿では、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。また、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。

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、本稿の分析結果は一様な分析結果の適用は平均的な傾向の検証には向いているものの、詳細をみるにつれ誤った結果を導く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かもしれない。これらの検証は今後の課題となるだろう。

(あべ けいじ・本学経済学部教授)

【付記】

本稿および前稿(阿部(2010))は科学研究費補助金(基盤研究(c)課題番号20530415)による

助成を受けて行われた研究成果の一部である。

〔参考文献〕

- [1] 阿部圭司, 2010, 「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』(高崎経済大学), Vol. 45, No. 2, pp. 40-58.
- [2] 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.
- [3] 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.
- [4] 首藤昭信, 2006, 「株式所有構造が利益調整および利益の情報量に与える影響」, 『証券アナリストジャーナル』, Vol. 44, No. 5, pp. 42-56.
- [5] Abarbanell, J. and R. Lehavy, 2003, “Biased Forecasts or Biased Earnings? The Role of Earnings Management in Explaining Apparent Optimism and Inefficiency in Analysts’ Earnings Forecasts”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 36, Nos. 1-3, pp. 105-146.
- [6] Burgstahler, D. and I. Dichev 1997, “Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, pp. 99-126.