

企業業績予想情報の信頼性の評価と差別化の分析

青山学院大学経済学部 米澤義衛

はじめに

本稿は米澤[1999]の研究を発展させたものであるが、そもそもなぜ企業業績予想情報に興味をもつのかその理由をまず述べておこう。第一点は現実的背景である。周知のように、我が国においても家計の貯蓄・金融資産運用が証券投資を重視せざるを得なくなってきたという現実的背景がある。日本の間接金融システムはいわゆるバブル景気（平成景気）の崩壊（1991年2月）で巨額の不良債権を抱えてしまったが、その問題はいまだ解決できていない。この過程で日本の金融機関、なかんずく銀行が必ずしも安全な資産運用先でないことが認識されるようになり、その結果相対的にハイリスク＝ハイリターン型の証券投資が家計の間でも注目されるようになってきた。このような認識は世界的にみてもまた我が国の歴史においても初めてと言われるほどの低預金金利によって助長された。そこでこのように貯蓄・資産運用の手段として債券や株式を重視されるようになるとすればそのリスク＝リターン評価のための良質な情報が需要されるようになる。

二点目はそうした情報の中でもっとも身近な予想情報の品質はいかなるものか、つまり予想情報の信頼性はいかんと、という事実への興味である。ここで身近な情報とは比較的低価格で簡単に入手できる情報という意味である。とくに証券投資の場合、インカムゲインだけでなくキャピタルゲインを重視するため企業業績に関連する種々の予想情報に対するニーズが多くなると思われる。

第三点は産業組織論的関心である。予想情報が商品であれば当然提供者はその精度を競い、差別化を図り、効果的な価格設定をするはずである。これがどのように展開され、その過程に市場構造は果たしてどのように影響しているのであろうか。これは極めて産業組織論的な興味である。

本研究には先行する研究がある。Conroy and Harris[1995]や Conroy, Harris and Park[1996]がもっとも直接的な先行研究である。彼らの研究は、証券業界と中立的出版企業による企業の一株益予想の精度を比較したものであった。結論は前者の予想は後者の予想に比較して強気・楽観的であり、精度も劣るということである。この結論は、精度がその情報としての商品価値を左右するとしても、その予想情報が株式の売買頻度を高め、手数料収入を稼ぐような状態を誘発するように作成されているのではいか、という解釈を引き出している。もしそうだとすれば情報作成・提供の目的が異なる者の間での予想精度を比較することは厳密な比較とは思われない。そこで本稿では日本経済新聞社と東洋経済新報社の企業業績予想を比較した。前者の主要事業は経済系新聞発行であり、後者のそれは経済系刊行物の出版であるが、ともに証券業界とは独立であり、前述した

ような予想情報の作成・提供の目的は比較的中立的と思われるからである。

次に本研究の特色は、Conroy and Harris や Conroy, Harris and Park のように情報作成・提供主体間の予想精度の全般的比較だけでなく、個別企業の業績に関する提供主体間の予想の差異を統計的に分析したことである。このような分析によってある個別企業について両者の予想精度がどれだけ異なるかあるいは同じかが明らかになり、なぜそのようなことが生じたかを個別具体的に類推することも可能になる。

以上のような問題意識と分析方法を念頭におき、次節では日本経済新聞社『会社情報』と東洋経済新報社『会社四季報』のデータを利用して両者の企業業績に関する予想精度の全般的比較と分析を行い、2節では個別企業の業績予想精度の比較と分析をし、3節でその含意を述べ、最終節では本研究の問題点を述べる。

1. 予想の全般的比較と分析

データの内容

我が国において株式投資をするうえで参考になる必要最低限の企業情報を四半期ごとにコンパクトにまとめ、提供しているのが『会社四季報』（東洋経済新報社、1936年3月初版）と『会社情報』（日本経済新聞社、1979年6月初版）である。両者はさまざまな情報を提供しているが、なかでも企業業績に関連するデータはその予想値も公表されているためきわめて興味深いものである。上場企業の過去数年の中間決算と年度末決算の業績（売上高、営業利益、経常利益、税引き後当期利益、一株当たり利益、一株当たり配当）実績値が掲載されているのみならず2年先、1年先そして四半期先の予想値が公表されているおり、したがってきわめて身近に我々は企業業績予想の情報が入手できる。それではこうした予想情報はどれほど信頼できるのであろうか。この問題は両者の企業業績予想値と実績値から予想の精度を計測し比較することによってある程度推定することができる。この節ではそれを試みる。

以下、『会社四季報』（以下、「四季報」と記す）と『会社情報』（以下、「会社情報」と記す）の企業業績に関わる項目のうち売上高、経常利益、一株益に関するそれぞれの一年前予想と四半期前予想の精度を計測し、両者の精度のパフォーマンスを比較する。企業業績予想の基本は売上高の予想である。企業は生産・販売活動の成果を営業利益で示すが、財務・金融活動などを含む企業の総合的な能力の成果を測るのは経常利益といえよう。そして株主にとって最も注目される関心事は一株益である。

また、本稿では比較対象企業を「全国」上場企業（ただし、店頭登録・管理企業は除く）、「東京証券取引所第1部」上場企業、「日経225」構成企業のうち1997年3月期決算企業に限定した。しかし、データの的に比較が不可能な企業は削除している。たとえば一年前予想が出された時点で上場されていなかったが途中で上場されるようになった企業

や、また年度の途中で決算期を変更した企業、さらに「会社情報」では当期利益がマイナスの企業の一株益は掲載していないためそれに対応する「四季報」の企業のデータなどは削除した。このようなデータの採り方と比較可能性の整合化により、企業業績項目の違い、上場レベルや注目度の違い、予想時点の違いが予想精度にどのように反映しているか類推する手がかりを得ることができる。

予想の精度と信頼性

つぎに本稿でいう予想の精度と信頼性という言葉の説明しておこう。

予想がどの程度的中するのか、つまり予想の精度の高低は以下のような予想値と実績値の乖離率で計測される。

$$\text{予想実績乖離率} = (\text{予想値}(E_f) - \text{実績値}(E_a)) / |\text{実績値}(E_a)| \quad (1)$$

したがってこの乖離率がプラスの値になればその予想は実績に対して過大であり、逆にマイナスの値となれば過小な予想であったことを示すことになる。もちろん乖離率がゼロに近くなればなるほど予想の精度が高いことになる。

ところで予想値の信頼性基準とは何であろうか。それは予想値がどのような手法で作成されているかによる。この分野で実際に参照される方法は時系列分析である。Sharpe, Alexander and Bailey[1995]や Palepu, Healy and Bernard[2000]などが紹介している典型例は四半期 データによるランダム・ウォーク・モデルである。つまり 1 次の自己回帰モデルによる予測値が基準となっている。このような手法による場合、つまり統計学的方法による予測の結果を評価するには予測値の信頼区間を考慮することが必要になる。予測誤差の分散 σ_f^2 とすれば、乖離率が以下の条件を満たしている限りその予想は信頼できると評価できるということになる。

$$((E_f - E_a) / E_a)^2 < (\alpha \sigma_f / E_a)^2$$

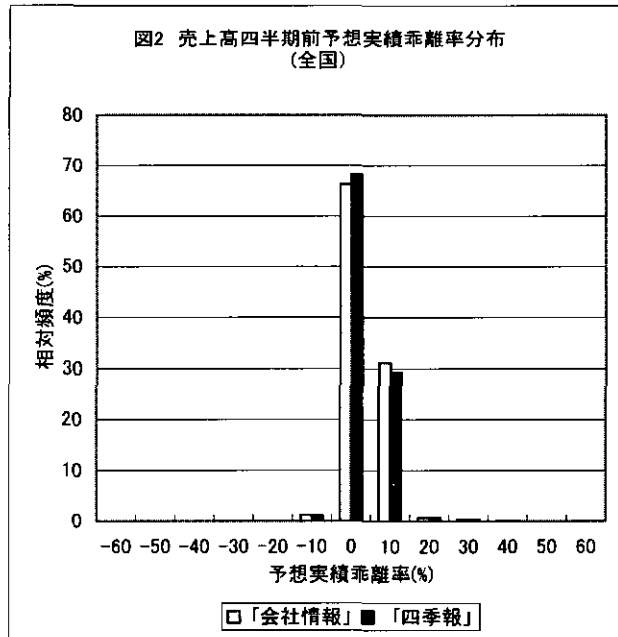
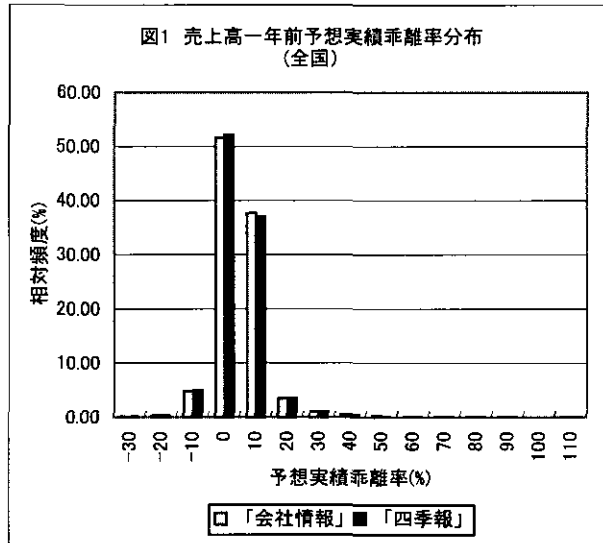
ただし α は信頼度係数である。予測期間が長くなるほど σ_f は増加するので統計学的に信頼できる乖離率の幅は大きくなる。

しかし、本稿のデータは時系列分析をするには不十分である。したがって、ここでは後藤[1997]の例を参照して実務的観点から、通常、乖離率 5% や 10% などを標準的な信頼性評価の基準とした。

全般的比較分析と評価

「会社情報」と「四季報」の予測精度の全般的な比較と評価を直感的に示したのが図 1

と図 2 の売上高予想実績乖離率のヒストグラムである。後述するように企業業績予想のなかで売上高の精度がもっとも高いことが分かるが、これらの図は両者の予想精度の分布の違いや特徴が予想時点の違い（一年前と四半期前）によってどう変化しているかを直感的に知ることができる。経常利益や一株益についても同様のヒストグラムを描くことができるが割愛する。



さて我々の目的は両者の予想精度を分析し、予想の信頼性の比較と評価を統計的基準から試みることである。まず信頼性評価のために行った分析結果を要約したのが表 1-1、表 1-2 と表 1-3 である。

表1-1 予想実績乖離率分布比較
(売上高)

	97年3月期決算企業											
	全国				東京1部				日経225			
	一年前		四半期前		一年前		四半期前		一年前		四半期前	
	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」
平均	-0.2	-0.3	-0.8	-0.9	-0.5	-0.6	-1.0	-0.9	-1.4	-1.4	-1.0	-0.9
標準誤差	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.4	0.4	0.2	0.2
中央値	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-1.1	-1.1	-0.9	-0.8	-1.6	-1.5	-0.7	-0.7
最頻値	0.0	-0.5	0.0	-0.6	-4.9	-0.5	-1.1	-0.8	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
標準偏差	8.5	8.0	4.3	4.1	8.2	7.9	4.3	4.1	5.3	5.3	2.7	2.6
分散	71.4	64.0	18.3	17.1	68.0	62.7	18.8	16.9	28.5	28.2	7.4	6.7
尖度	29.6	30.5	37.4	40.6	29.1	31.3	53.6	59.2	14.3	14.7	6.2	6.6
歪度	3.5	3.3	3.2	3.0	3.7	3.7	4.1	4.0	2.0	2.0	0.2	0.3
範囲	141.8	141.9	90.6	90.6	124.3	124.3	90.6	90.6	56.7	56.7	24.1	24.1
最小	-37.2	-37.2	-30.8	-30.8	-37.2	-37.2	-30.8	-30.8	-23.4	-23.4	-10.6	-10.6
最大	104.7	104.7	59.8	59.8	87.1	87.1	59.8	59.8	33.4	33.4	13.5	13.5
合計	-363.8	-582.8	-1511.3	-1575.7	-574.8	-682.8	-1012.1	-984.8	-279.6	-285.0	-207.9	-193.7
+/-10%内比率	89.3	89.3	97.6	97.7	91.0	91.2	97.9	97.8	96.0	96.0	99.0	99.0
標本数	1852	1852	1852	1852	1065	1065	1065	1065	204	204	204	204

表1-2 予想実績乖離率分布比較
(経常利益)

	97年3月期決算企業											
	全国				東京1部				日経225			
	一年前		四半期前		一年前		四半期前		一年前		四半期前	
	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」
平均	19.8	17.0	-11.4	-13.9	-9.5	-11.5	-36.1	-38.5	19.0	19.0	5.9	5.4
標準誤差	28.2	28.2	27.5	27.5	47.4	47.4	47.1	47.1	7.5	7.5	4.3	4.3
中央値	-0.1	-0.1	-1.6	-1.8	-0.2	-0.4	-1.8	-1.7	-1.2	-1.2	-2.2	-2.0
最頻値	100.0	100.0	100.0	-1.1	100.0	-0.1	100.0	-0.4	20.5	20.5	#N/A	-1.9
標準偏差	1214.8	1214.7	1181.5	1181.9	1547.0	1546.7	1537.9	1537.4	107.4	107.4	62.1	61.1
分散	1475855.4	1475418.1	1395982.5	1396877.2	2393283.0	2392426.1	2365034.6	2363541.8	11538.3	11538.3	3856.8	3731.6
尖度	1571.0	1571.6	1748.7	1746.1	1035.8	1036.4	1058.5	1059.7	33.1	33.1	49.3	52.7
歪度	-37.5	-37.5	-41.0	-41.0	-32.0	-32.0	-32.5	-32.5	3.9	3.9	4.9	5.1
範囲	61000.0	61000.0	57894.7	57894.7	52459.0	52459.0	51351.4	51000.0	1435.7	1435.7	924.2	924.2
最小	-50100.0	-50100.0	-50100.0	-50100.0	-50100.0	-50100.0	-50100.0	-50100.0	-525.0	-525.0	-316.7	-316.7
最大	10900.0	10900.0	7794.7	7794.7	2359.0	2359.0	1251.4	900.0	910.7	910.7	607.5	607.5
合計	36667.2	31396.7	-21145.4	-25699.1	-10116.4	-12283.0	-38452.4	-41049.3	3867.5	3867.5	1209.9	1100.9
+/-10%内比率	30.6	31.2	49.1	50.7	32.7	33.5	52.5	53.4	53.0	54.0	76.0	76.0
標本数	1852	1852	1852	1852	1065	1065	1065	1065	204	204	204	204

表1-3 予想実績乖離率分布比較
(一株益)

	97年3月期決算企業											
	全国				東京1部				日経225			
	一年前		四半期前		一年前		四半期前		一年前		四半期前	
	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」	「会社情報」	「四季報」
平均	79.6	77.7	57.0	52.2	76.0	73.3	60.1	54.9	19.7	18.3	6.4	4.4
標準誤差	27.8	27.8	26.3	25.8	40.0	39.9	42.0	41.0	5.3	5.0	2.6	2.5
中央値	0.3	0.2	0.0	-0.3	0.0	0.0	-0.3	-0.2	0.2	0.6	0.0	0.0
最頻値	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
標準偏差	1122.7	1122.5	1064.0	1043.6	1225.6	1224.8	1288.9	1259.0	72.7	68.4	35.0	34.9
分散	1260445.9	1259994.0	1132055.4	1089039.6	1502025.2	1500166.2	1661378.1	1585044.9	5279.6	4681.8	1224.3	1215.9
尖度	870.4	871.2	1180.9	1167.0	898.4	900.9	926.1	927.9	23.6	28.7	14.1	14.5
歪度	28.6	28.6	33.2	33.0	29.7	29.7	30.3	30.4	4.1	4.4	2.8	2.4
範囲	37300.0	37450.9	39500.0	39566.7	37300.0	37300.0	39500.0	39566.7	687.8	687.8	314.0	314.0
最小	-100.0	-250.9	-100.0	-1066.7	-100.0	-100.0	-100.0	-1066.7	-99.0	-99.0	-100.0	-100.0
最大	37200.0	37200.0	39400.0	38500.0	37200.0	37200.0	39400.0	38500.0	588.8	588.8	214.0	214.0
合計	129828.5	126865.4	92998.1	85229.2	71548.6	69007.9	56530.5	51661.5	3712.6	3437.4	1193.8	835.7
+/-10%内比率	36.0	35.7	51.5	51.9	39.9	39.6	55.4	55.0	50.0	52.0	67.0	67.0
標本数	1632	1632	1632	1632	941	941	941	941	188	188	188	188

売上高についてみたのが表 1-1 である。平均でみると驚くほど精度は高い。乖離率はゼロ付近である。最悪の場合でも-1.4%（「日経 225」・「一年前」・「会社情報」・「四季報」）であった。またモードの乖離率も最悪の-4.9%（「東京 1 部」・「一年前」・「会社情報」）であり売上高予想の信頼性が高めている。さらに、標準偏差も最悪でも 8.2%（「東京 1 部」・「一年前」・「会社情報」）であり、したがって正規分布を前提とすれば予想された企業のほぼ 70%の企業の売上高予想はある程度信頼できるものであったといえよう。信頼性の基準を本稿で用いたプラスマイナス 10%内の乖離率とすると、表 1-1 に見られるように売上高予想がこの範囲にある企業の比率は一年前でも 90%近くになり、四半期前になるとその比率はさらに高まると同時に、企業のカバレッジが絞られるとその比率はまた高まる。もう少し子細に見ていくと意外な特徴が見られる。まず注目度の高い企業の割合が高いほど、つまり企業データの範囲が「全国」から「東京 1 部」そして「日経 225」になるほど、予想形成のための情報が豊富であり予想精度の平均は高いと思えるのだが必ずしもそうではない。他方、分散でみると一年前についても四半期前についても注目度の高い企業の割合が高いほど縮小していることが分かる。この点は注目度の高い企業が多ければ予想が収斂する傾向があることを反映しているのかもしれない。つぎに決算期に近くなればなるほど情報が増え、また予想時点から企業それ自体や外部諸事情の変化の程度も少なくなるので予想精度の平均は上がるはずと思われるが、「日経 225」の場合以外は必ずしもそうでない。ところが分散をみるとこれはいずれの企業群の場合も減少していることが分かる。つまり、決算期に近くなるほど精度のばらつきは減るものの精度それ自体は意外に改善しないのである。

つぎに経常利益予想の精度をみてみよう。表 1-2 がそのための分析結果の要約である。乖離率 10%程度が信頼できる水準とすれば、「日経 225」四半期前の平均乖離率以外ほとんどその域に達していない。また、プラスマイナス 10%基準で見ると一年前よりも四半期前になるほど、そして企業カバレッジが絞られるほどこの範囲に含まれる企業の比率は高まるものの、良くて「日経 225」四半期前に 80%である。ただ最頻値の点でみて「四季報」の信頼性が若干あるように思われるが、標準偏差はいずれもきわめて大きく経常利益予想がきわめて困難なことが分かる。これは、経常利益が営業利益からかなり不規則的な変動をする収支勘定を調整したものであるから類推できる結果であった。

最後に一株益予想の分析結果を表 1-3 についてみよう。最頻値が 0%だとしても平均と分散は経常利益予想よりもさらに悪化しており、やはりこの予想もあまり信頼できるものではない。また、プラスマイナス 10%基準で見ると一年前よりも四半期前になるほど、そして企業カバレッジが絞られるほどこの範囲に含まれる企業の比率は高まるが、良くて「日経 225」四半期前に 70%程度である。つまり「日経 225」四半期前の予想が評価できる程度である。経常利益からこの項目に至るまでにはさらに税項目や株数の調整を加えなければならない。やはりかなり困難な予想項目であることを反映している。

このように分析してみると売上高予想以外の企業業績予想の信頼性はほぼ期待で

きないことになる。これは「会社情報」と「四季報」の両者にいえることである。しか
らばたとえそうであるとしても両者の予想精度の優劣はどのように判定できるであろ
うか。予想の精度の特徴を平均と分散に限定してトータルに比較してみたのが表2である。

表2 予想実績乖離率分布母数差の検定

	全国				東京1部				日経225			
	一年前		四半期前		一年前		四半期前		一年前		四半期前	
	平均	分散	平均	分散	平均	分散	平均	分散	平均	分散	平均	分散
売上高	0.397	1.116	0.251	1.069	0.290	1.084	-0.140	1.108	0.055	1.009	-0.259	1.103
経常利益	0.071	1.000	0.063	0.999	0.030	1.000	0.037	1.001	0.079	1.000	0.088	1.033
一株益	0.046	1.000	0.129	1.039	0.048	1.001	0.088	1.048	0.201	1.128	0.530	1.007

注)平均についてはt値、分散についてはF値である。斜めの数字は5%水準で有意差のあるものを示す。

この表では表1-1、表1-2、表1-3の平均と分散に有意差があるかどうかを5%水準で検定
している。平均の差異にはt検定、分散の差異にはF検定を行ったが、「全国」・「一年
前」、「東京1部」・「四半期前」、「日経225」・「四半期前」の「売上高」予想実績乖離率に
関する分散以外の項目では有意差はなかった。つまり「会社情報」と「四季報」の予想の
精度はほとんど同じだと見なせ、優劣がつけがたいということである。

2. 個別企業業績予想の比較

以上は予想精度の全般的特徴の比較と評価であったが、「会社情報」と「四季報」の予想
の特徴を個別企業ごとに対応させてみるとどのようになるであろうか。全般的に両者の
予想精度の優劣をつけがたいということは、ある企業の業績予想が両者とも同じように
間違い同じように的中するというを示唆している。しかしある企業についてどちら
かが確実な情報を得ているとすれば必ずしもそうでない場合もありうる。はたして現実
はどうであろうか。図3と図4はそれぞれ図1と図2のデータのベースになったもので
ある。

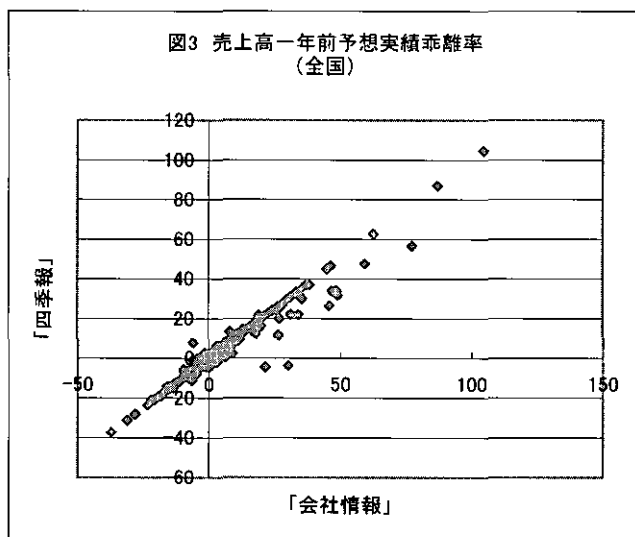
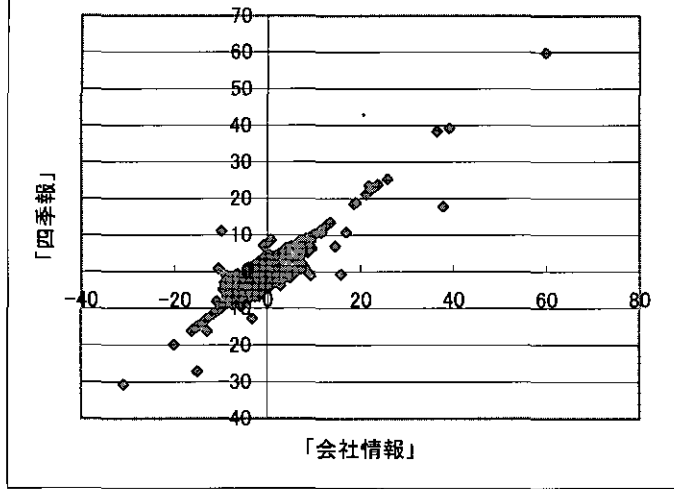


図4 売上高四半期前予想実績乖離率
(全国)



この図の印象は先ほどの類推、ある企業の業績予想が両者とも同じように間違い同じように的中する、を支持しているように思われる。それを統計的方法で確認するために以下の関係式を推計することにした。

$$Y_i = \alpha + \beta X_i \quad (2)$$

この式で X_i と Y_i はそれぞれ企業 i の「会社情報」と「四季報」の予想実績乖離率を示している。この式において計数 α は「会社情報」と「四季報」の間の全般的な予想実績乖離率の差を表し、両者の企業ごとの予想実績乖離率の比率を計数 β が表していることになる。もし α がマイナスのある値となればそれは「四季報」の予想が「会社情報」の予想よりも常にそれだけ過小であったことを示唆し、また β がプラスで 1 以下のある値となればそれは企業ごとの予想において「会社情報」の予想が「四季報」の予想よりもそれだけ劣っていたということを示唆していることになる。したがって、もし α が 0、 β が 1 と推定されれば先の類推（ある企業の業績予想が両者とも同じように間違い同じように的中する）は統計的に支持されたといえよう。

表 3-1、表 3-2、表 3-3 は企業カバレッジごとに上の式を推計したものである。

表3-1 個別企業に関する予想実績乖離率の対応関係
(全国)

	全国					
	売上高		経常利益		一株益	
	一年前	四半期前	一年前	四半期前	一年前	四半期前
α	-0.122	-0.110	-2.822	-2.470	-1.744	-3.569
(t値)	(-3.491)	(-3.257)	(-2.170)	(-1.745)	(-1.641)	(-2.324)
β	0.930	0.908	0.999	0.999	0.999	0.979
(t値)	-224.786	-117.054	-932.794	-833.374	-1058.115	-679.275
決定係数	0.965	0.881	0.998	0.997	0.999	0.996
標準誤差	1.504	1.426	55.965	60.935	42.812	61.935
F値	50528.923	13701.573	870105.040	694511.453	1119608.184	461414.805
観測数	1852	1852	1852	1852	1632	1632

表3-2 個別企業に関する予想実績乖離率の対応関係
(東京1部)

	東京1部					
	売上高		経常利益		一株益	
	一年前	四半期前	一年前	四半期前	一年前	四半期前
α	-0.157	-0.083	-2.038	-2.464	-2.58	-3.709
(t値)	(-1.504)	(-1.782)	(-2.033)	(-1.848)	(-1.747)	(-1.855)
β	0.897	0.885	1.000	0.999	0.998	0.976
(t値)	-85.073	-83.958	-1541.609	-1152.448	-700.065	-629.418
決定係数	0.872	0.869	1.000	0.999	0.998	0.998
標準誤差	2.836	1.490	32.720	43.497	53.589	61.254
F値	7237.478	7049.007	2376557.308	1328136.974	490091.108	396167.338
観測数	1065	1065	1065	1065	941	941

表3-3 個別企業に関する予想実績乖離率の対応関係
(日経225)

	日経225					
	売上高		経常利益		一株益	
	一年前	四半期前	一年前	四半期前	一年前	四半期前
α	-0.040	-0.075	-0.784	-0.354	0.343	-1.175
(t値)	(-1.165)	(-0.896)	(-1.348)	(-0.480)	-0.251	(-0.984)
β	0.991	0.960	0.997	0.969	0.908	0.885
(t値)	-157.657	-29.856	-186.604	-81.977	-49.920	-26.282
決定係数	0.992	0.814	0.994	0.971	0.930	0.787
標準誤差	0.478	1.118	8.178	10.461	18.082	16.105
F値	24855.700	891.400	34821.100	6720.300	2492.000	690.800
観測数	204	204	204	204	188	188

まず表3-1の「全国」について見よう。 α の符号はいずれの場合もマイナスである。そのなかで有意でないものは一年前の一株益の項目だけである。また、 β をみるといずれの場合も有意に1に近い値である。決定係数において四半期前売上高の場合が不十分であろう。したがって、「全国」・「一年前」・「一株益」については「会社情報」と「四季報」の予想は同じであったこと、また「四季報」の予想が「会社情報」よりも過小であったことが確認されたといえよう。

つぎに「東京1部」の場合を表3-2に基づいて見よう。 α はいずれの場合もマイナスの符号であるが有意なのは一年前経常利益のケースのみである。 β については売上高の項目はいずれについても0.9以下であり、他の場合にはほぼ有意に1に近い値となってい

る。また決定係数の面では売上高の項目が多少不十分であろう。したがって、売上高の項目については「会社情報」の予想は「四季報」に対する傾向的差異はないが、企業ごとについては多少劣っていたこと、他方一年前経常利益の場合、「四季報」の予想は「会社情報」に対して常に過小であったこと、またその他のケースはやはり両者の予想は同じように間違い同じように的中していたことが検証されたといえる。

最後に表 3・3 で「日経 225」について見よう。まず α についてみると一年前の一株益の場合だけがプラスの符号であるが、有意ではない。また t 値をみるといずれの場合も有意でない。 β の値では四半期前の一株益のケースが 0.9 を下回っている。そして決定係数では四半期前売上高、四半期前一株益のケースが不十分であろう。したがって「日経 225」社の企業業績予想において「会社情報」と「四季報」に傾向的差異はみられないが、ただ企業ごとの四半期前一株益の予想については「四季報」の予想が「会社情報」よりも実績との乖離が小さかった、ということがいえよう。

3. 分析結果の含意

1 節と 2 節の分析結果は次のようにまとめられよう。

- 1) 「会社情報」と「四季報」のいずれにおいても信頼できると評価しうる業績予想の項目は売上高予想だけである。
- 2) 両者の業績予想の優劣はつけがたくほぼ同じである。
- 3) 両者の業績予想はある企業について同じように間違い同じように的中している。

このように、分析結果は「会社情報」と「四季報」の企業業績予想は驚くほど同じであることを示している。株式投資に予想情報は極めて重要であるが、残念ながらその情報の品質は信頼性という点では両者とも不十分であり、同じレベルであり類似したものでしかない。こうした状態はなぜ生じているのだろうか。三つの背景が考えられる。

一つは両者の予測手法が同じ場合である。いうまでもなくそれぞれの分野で利用される分析・予測手法はかなり定着しており、この点で利用するデータが同じであれば予想の差異は大きくならない。¹⁾ 「四季報」の予想はつぎのように作成されるという。「東洋経済の予想は、まず予想値を出す約一ヶ月前に企業に質問表を出すところから始まる。各企業は、当期および来期の自社予想を 2 週間以内に回答することを求められる。東洋経済はその後電話での確認、記者の会社訪問を踏まえた上で、最終的な予想を発表する。ほとんどの場合、東洋経済は会社の予想をそのまま最終予想値として使っているが、もし、過去にその会社の予想値に規則的な誤差があった場合には、自社判断で調整を行うこともある。」²⁾

¹⁾ Delurgio[1998]や Palepu, Healy and Bernard[2000]・Chapter10 などは現段階で企業が利用している予測手法を具体的に解説している。

²⁾ Conroy, Harris and Park[1996]参照。

二つ目は企業財務情報に関する我が国の制度から類推されことである。現在日本企業は、会計制度によって決算時に一年後の業績予想を決算短信で公表し、以降予想が修正された場合、その程度が一定基準以上であれば随時修正した予想を公表することが義務づけられている。³⁾ つまり我々自身は企業自身が作成した業績予想の情報は比較的簡単に得られるのである。「会社情報」と「四季報」はこうした情報源に言及していないが、先にみた「ほとんどの場合、東洋経済は会社の予想をそのまま最終予想値として使っている」というのは決算短信の予想情報を指しているものと思われる。とすれば両者の予想が大きく食い違うことは極めてまれであろう。

三つ目は産業組織論的解釈である。品質を競う同質的な複占企業にとって合理的な戦略の一つは互いに類似した商品を提供することである。類似した商品であれば価格も同水準に収斂せざるをえない。

表4は「四季報」と「会社情報」の価格と出版部数のデータである。

表4 出版部数と価格

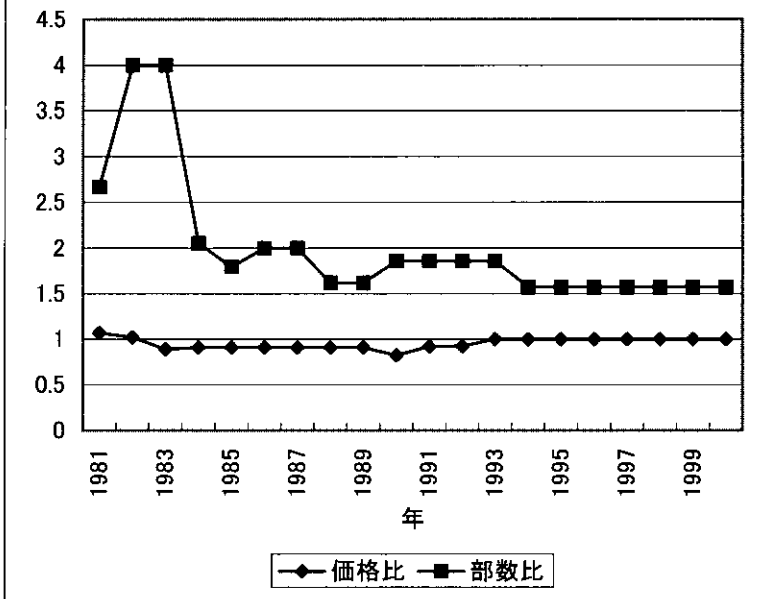
年	「四季報」		「会社情報」	
	部数	価格(円)	部数	価格(円)
1980	650,000	960	na	900
1981	800,000	960	300,000	900
1982	800,000	980	200,000	960
1983	800,000	980	200,000	1,100
1984	800,000	1,000	390,000	1,100
1985	700,000	1,000	390,000	1,100
1986	1,000,000	1,000	500,000	1,100
1987	1,000,000	1,000	500,000	1,100
1988	1,130,000	1,000	700,000	1,100
1989	1,130,000	1,000	700,000	1,100
1990	1,300,000	1,030	700,000	1,250
1991	1,300,000	1,150	700,000	1,250
1992	1,300,000	1,200	700,000	1,300
1993	1,300,000	1,300	700,000	1,300
1994	1,100,000	1,300	700,000	1,300
1995	1,100,000	1,400	700,000	1,400
1996	1,100,000	1,400	700,000	1,400
1997	1,100,000	1,500	700,000	1,500
1998	1,100,000	1,650	700,000	1,650
1999	1,100,000	1,650	700,000	1,650
2000	1,100,000	1,650	700,000	1,650

(資料)メディア・センター「雑誌新聞かたろぐ」

いうまでもなく「会社情報」参入後の推移を示している。そして図5は両者の相対的関係の推移を図式化したものである。

³⁾ 後藤[1997]pp.3-7 参照。

図5 価格と販売部数
(「四季報」対「会社情報」比)



1979年、「会社情報」は「四季報」より7%低い価格で参入し3年後の1982年には20%の市場占有率を獲得し、1988年には38%、途中35%に後退したが、1994年以降は39%となりそれを維持している。この間、「四季報」は1983年から1992年頃までその価格引き上げを「会社情報」に比較して緩やかにし、価格設定を「会社情報」よりおよそ10%安くし、販売部数の維持・拡大をねらったと思われる。しかし、この間の両者の販売部数における相対的な関係をみると、「四季報」が一時的に回復しても、傾向的に「会社情報」の方が拡大に成功していた。この差が生じた背景は日本経済新聞社と東洋経済新報社の販売力やブランドの違いがあると思われる。とくに「日本経済新聞」というブランドに対する信頼がこうしたことに貢献したと類推される。1993年以降2000年まで両者は同一価格を設定し、引き上げもほぼ同時に行っている。1993年から94年にかけて「四季報」の部数は20万部減少してしましたがそれ以降「四季報」と「会社情報」の部数は一定であり、シェア関係も固定し、また価格も同一である。この過程はまさに複占市場の特徴といえよう。

おわりに

本稿は拙稿[1999]の研究を発展させたものである。それは「日経225」の構成企業について分析したものであるが、本稿では企業カバレッジを「全国」と「東京1部」に拡大して「四季報」と「会社情報」の企業業績予想の精度を比較分析し、その信頼性を評

価した。その分析結果は次のようにまとめられよう。

- 1) 「会社情報」と「四季報」のいずれにおいても信頼できると評価しうる業績予想は売上高だけである。
- 2) 両者の業績予想の優劣はつけがたくほぼ同じである。
- 3) 両者の業績予想は同じように間違い同じように的中している。

つまり両者の予想情報はほぼ同質的であったということである。このことはこうした予想情報を作成する上で現在利用可能な情報資料の量と内容、また相対的に信頼できる予想形成手法の状態、また企業業績予想情報に関する制度的条件などを考慮すると推察できることである。また、本稿ではさらにこのレベルの情報販売が我が国においてはほぼ複占市場に近い状態にあったことも影響したと思われることを指摘した。これは販売部数と価格競争の過程の検証によってある程度確認できたのである。

しかし本稿の結論はあくまでも1997年3月期決算というきわめて限定された期間についてのデータに基づいているため暫定的なものである。さらに長期間のデータについて確認する作業が必要である。

参考文献

欧文

- Robert M. Conroy and Robert S. Harris, "Analysts' Earnings Forecasts in Japan: Accuracy and Sell-side Optimism", *Pacific-Basin Finance Journal* 3, pp.393-409, 1995.
- Stephen A. Delurgio, *Forecasting Principles and Applications*, McGrawhill International Ed., 1998.
- C. W. J. Granger, *Forecasting in Business and Economics*, Academic Press, 1980.
- Stephen Martin, *Advanced Industrial Economics*, Blackwell Publishers, 1993.
- Patricia C. O'brien, Analysts' Forecasts as Earnings Expectations, *Journal of Accounting and Economics*, January, pp.53-83, 1988.
- Krishina G, Palepu, Paul M. Healy and Victor L. Bernard, *Business Analysis and Valuation*, Second ed., South-Western College, 2000.
- Robert S. Pindyck and Daniel L. Rubinfeld, *Econometric Models and Economic Forecasts*, Fourth ed., McGrawhill International Ed., 1998.
- William F. Sharpe, Gordon J. Alexander and Jeffery V. Bailey, *Investment*, Fifth ed., Prentice Hall, 1995.
- Steve Swidler and David Ketcher, "Economic Forecasts, Rationality, and the Processing of Information over Time", *Journal of Money, Credit, and Banking*,

pp.65-76 ,February 1990.

邦文

- Robert M. Conroy, Robert S. Harris and Young S. Park, 「日米アナリストの収益予想比較」『証券アナリストジャーナル』第 34 卷 3 号、pp.2-23、1996 年 3 月号。
- 後藤雅敏『会計と予測情報』中央経済社、1997 年。
- 室田泰弘「マクロ経済と統合的な企業業績と株価のシミュレーション」『証券アナリストジャーナル』第 35 卷 8 号、pp.42-62、1997 年 8 月号。
- W・シャーデン（森訳）『予測ビジネスで儲ける人びと』ダイヤモンド社、1999 年。
- 山本拓『経済の時系列分析』創文社、1988 年。
- 米澤義衛「企業業績予想情報の差別化とその評価」『青山経済論集』第 50 卷第 4 号、1999 年 3 月。