

わが国の予測情報研究について

兵庫県立大学 経営学部

准教授 太田 浩司

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

予測情報に関する研究は、その情報の提供者が誰であるかという観点から二つの研究領域に大別される。提供者が企業の内部者である経営者である場合には経営者予測の研究となり、外部者であるアナリストの場合にはアナリスト予測の研究となる。この2種類の研究は、同じ予測情報に関する研究ではあるものの、前者は会計系のジャーナルから出版されることが多く、後者はファイナンス系のジャーナルに載せられることが多い。

この研究者によるジャーナル選択の嗜好のせいもあってか、経営者予測とアナリスト予測に関する研究を別個に取り扱うサーベイ論文は数多く存在するが、予測情報に関する研究という枠組みから両方を包含して、概観した論文は見受けられない。そこで本稿では、わが国における予測情報研究の現状を概観し、その結果に基づいて今後の研究課題を提示することとする。

2. 株式市場における投資情報の生成過程

株式市場における投資情報の基礎的情報としては、第1に企業の開示する情報がある。これについては次章で詳細に述べるが、企業の財務状況や経営計画など、個別企業に関する情報のほとんどは企業によって開示された情報である。それ以外

の基礎的情報としては、企業の属する産業動向などのセミマクロ情報、さらには企業全体を取り巻くマクロ経済情報も重要な投資情報となる。

これら基礎的情報の最初の分析者は、主としてセルサイドアナリストである。彼らは、企業の開示情報や産業動向情報などを分析して、担当企業に関するレポートを作成する。レポートの記載内容や様式は多様であるが、アナリストによる当該企業の分析、予想利益、株価レーティング、目標株価などから構成されている。このセルサイドアナリストが作成したレポートは、バイサイドアナリスト、マネーマネジャー、個人投資家などに幅広く提供される。

次に、2番目の分析者は、バイサイドアナリストである。彼らもセルサイドアナリストと同様にレポートを作成するが、それは自社のマネーマネジャーにのみ提供される。

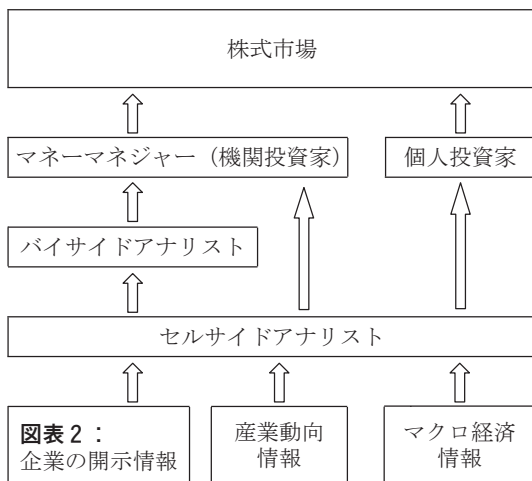
最後に、投資情報の最終的な利用者は機関投資家と個人投資家である。機関投資家は、アナリストの提供するレポートを読み、その内容についてアナリストとミーティングを行ったり電話で話し合ったりして投資情報を収集し、実際に市場において株式の売買を執行する。

図表1は、株式市場における投資情報の生成過程の概略を示す図であるが、これはあくまで略図

であり、実際にはもっと複雑な構造を有していると思われる。例えば、機関投資家は、アナリストからしか投資情報を入手していないのではなく、企業からも直接情報を入手しているであろう。日本インベスター・リレーションズ協議会（JIRA）が毎年実施している、「IR活動の実態調査」の2007年度の結果によれば、企業は、近年盛んなM&Aを意識して、自ら機関投資家や大株主を訪問して説明を行うといったIR活動を積極的に行うようになってきている。

またアナリストも、バイサイドとセルサイドに限定されるわけではなく、独立系アナリストの存在も見逃せない。独立系アナリストとは、投資銀行業務に関与せず、調査対象の事業会社から収入を得ていない独立系調査会社に属するアナリストのことである。とりわけ米国では、2003年4月の包括的和解（Global Settlement）に参加した証券会社に対し、以後5年間にわたり最低3社以上の独立系リサーチ会社からアナリストレポートを購入し、それを無料配布することを義務付けている。

図表1 株式市場における投資情報の生成過程



（出所）筆者作成

またその際の独立系リサーチの原資として、包括的和解における和解金の一部を用いるなど、意図的な独立系リサーチ振興政策が展開されている。

3. 企業の開示情報

3.1 制度開示

企業の情報開示は、大きく制度開示と自発的開示に分類される。制度開示とは、文字通り制度に基づく開示のことであり、制度とは、「国家・社会・団体を運営していく上で制定される法や規則」（『大辞林』第2版、三省堂）であると一般的に定義されている。したがって、企業の制度開示とは、「国家・社会・団体の制定する法律や規則に基づく企業の情報開示」と定義されることになる。この定義に従えば、企業の制度開示は、さらに法的開示と取引所規則による開示に分類することができる。

法的開示

法的開示とは、法令を根拠とする情報開示のことであり、「会社法」に基づく開示と、「金融商品取引法」に基づく開示とがある。会社法に基づく開示情報の代表的なものには、計算書類や事業報告などがあり、金融商品取引法に基づく開示情報としては、有価証券報告書や半期報告書などがある。

取引所規則による開示

取引所規則による開示とは、証券取引所の定める「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則（適時開示規則）」に基づく情報開示のことである。その代表的なものには、決算短信や業績予想の修正開示などがある。

3.2 自発的開示

企業の自発的開示とは、法令や諸規則に基づかず、企業が自主的に行う情報開示、すなわち企業

には、本・中間決算時における個別・連結の中間期・通期業績予想がある。予想項目は、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、1株当たり当期純利益、1株当たり配当金の6項目である。また、「II 定性的情報・財務諸表等」では、次期における業績全般およびセグメント・事業別分野の見通しに関する分析や業績予想値算出の前提条件、目標配当性向などの投資方針、ROE・ROAなどの会社が目標として選択している経営指標、設備投資計画や合併・買収計画等の会社が中長期的に検討している経営上の戦略などの情報が開示されている。

また、四半期財務・業績の概況の中においても、直前に開示された業績予想について見直しを行った場合（見直しの結果、業績予想の修正を行わない場合を含む）、見直し後の予想数値が開示され、見直しを行っていない場合はその旨が記載される。

業績予想の修正

決算短信等における経営者予想の定期的公表に加え、公表済み予想値に重要な差異が生じた場合、企業はそれを適時に開示しなければならない（注）。この業績予想の修正に関する証券取引所の適時開示規則の規定は、もともと1989年4月に施行されたインサイダー取引規制に対応して定められたものである。しかしながらその内容は、証券取引法等におけるインサイダー取引規制よりも、開示範囲が若干広がっている。

有価証券報告書に含まれている業績予想

有価証券報告書では、第一部「企業情報」第3「設備の状況」3「設備の新設、除却等の計画」に、

新設設備の内容、設備投資予定額、完成予定年月などの設備投資に関する予測情報が記載されている。また、04年3月期有価証券報告書から開示が求められている、第一部「企業情報」第2「事業の状況」7「財政状態及び経営成績の分析」、通称MD&Aにおいても、翌期以降の業績に関する予想が記載されることがある。

図表3は、アナリストと企業の開示する予測情報を一覧にまとめたものである。

5. アナリスト予測に関する研究

5.1 アナリストの予想利益を用いた研究

アナリスト予想利益の特性および資本市場における有用性を検証する研究

わが国においてアナリストの予想利益を用いた初期の研究は、その著者の多くが現役のアナリストであったこともあってか、証券市場のアナリスト予想情報に対する効率性、すなわち、アナリスト予想を用いた投資戦略による超過リターンの獲得可能性を検証した研究が多い。これらの研究では、期中におけるアナリスト予想の修正に着目し、修正の方向と修正公表前後の株価の変動との関係を調査している。そして、予想の修正が公表される前に株価の修正はほとんど終わっており、公表後に超過リターンを獲得するのは困難であるという、市場の効率性を支持する結果を得ている。

次に、アナリスト予想利益を用いた研究では、予想の精度や誤差（バイアス）といったアナリスト予想の特性に関する研究が行われている。これらの研究の結果を要約すると以下の通りである。

（注）業績予想の修正開示を行うおおむねの目安は次の通りである。（i）売上高の新規予想値が直近予想値と比べて10%以上変動、（ii）経常利益または当期純利益の新規予想値が直近予想値と比べて30%以上変動、（iii）配当の予想値に変更があったすべての場合。なお直近予想値が存在しない場合には前年度の実績値が代わりに用いられ、直近予想値がゼロの場合には新規予想値をすべて開示しなければならない。

続(2→2、1→1など)、レーティングの変更(2→1、2→3など)といったレーティング履歴の有用性を検証するものである。

株価レーティングに関する初期の研究では、イベントスタディ型の検証方法を用いて、レーティング変更の公表日前後数日間において、レーティング引き上げ(下げ)企業の株価は有意に上昇(下落)しているという結果が報告されている。

このレーティング履歴、とりわけ変更に関する研究は、その後もさらに詳細に行われ、市場はレーティング変更の公表日前後数日において有意に反応し、その反応の大きさはレーティング変更の大きさに比例しているといった証拠が示されている。

また、レーティング自体の有用性に関する研究では、市場リスクを考慮するとレーティングの実際の有用性は消滅するとの結果が得られている。

6. 経営者予測に関する研究

6.1 経営者予想利益の資本市場における有用性を検証する研究

資本市場における経営者予想情報の有用性を検証する研究には、会計情報の公表が株価にどのようなインパクトを与えるかを検証するイベントスタディ型の研究と、会計情報と株価との相関を検証する価値関連性型の研究が存在する。

イベントスタディ型の研究で、経営者予想情報の有用性を検証しようとする場合に問題となるのが、経営者の次期予想値と当期の実績値とが決算発表で同時に公表されることである。しかしながら、この2種類の利益情報が互いに与える影響を巧みにコントロールして、市場は当期利益情報よりも予想利益情報の公表に対して、より顕著に反応しているという結果が報告されている。また多くの研究では、予想情報と実績情報の情報内容の

混合という問題を回避するために、業績予想修正の情報内容を検証し、株価は業績予想修正日に最も大きく反応する、株価は予想の上(下)方修正に対して正(負)に反応しているという証拠を発見している。そのほかにも、出来高による市場の反応の検証、東証一部企業と二部企業・店頭登録企業による市場の反応の差異といったさまざまな観点から、業績予想修正の情報内容は検証されている。

次に価値関連性型の研究では、次期予想利益を企業評価と理論的に結び付けている、Ohlson [2001] 企業評価モデルに依拠して、経営者予想情報の有用性が検証されている。そして、Ohlson [2001] が示す企業評価に関する3主要変数(株主資本簿価、当期利益、経営者予想利益)の中で、経営者予想利益の価値関連性が最も高く、当期利益は経営者予想利益の存在する下ではほとんど価値関連性を持たないという結果が報告されている。

6.2 経営者予想利益の特性を検証する研究

経営者予想の精度や誤差(バイアス)を調査する研究からは、以下のような結果が報告されている。

- (i) 経営者予想は全体的に楽観的であるが、景気拡大期にはその度合いが弱まる、あるいは悲観的となり、景気後退期には楽観的度合いが強くなる、
- (ii) 経営者予想の誤差は産業セクターによって異なっており、特に規制産業の予想は悲観的となる傾向がある、
- (iii) 経営者予想は、大規模企業よりも小規模企業の方が精度が低くより楽観的である、
- (iv) 店頭登録・新興市場企業の経営者予想は、一部・二部上場企業よりも楽観的である、

は、米国では予測情報に関する論文数が150本以上はあり、両国の間にはまだまだ大きな隔りがある。今後、わが国の予測情報に関する研究論文数の増加が強く望まれるところである。

第2は研究対象の偏りの是正である。米国と比較するとかなり見劣りするものの、今日までの予測情報研究により、わが国のアナリストおよび経営者予想にはどのような特性があり、それらの予測情報が資本市場にどのようなインパクトを与えているかという証拠は、それなりに蓄積されてきた。

しかし、その研究対象のほとんどは、業績予想値や株価レーティングなどに偏っており、これらは図表3で示した利用可能な予測情報全体のごく一部にすぎない。さらに、*Institutional Investor* (International edition) 2007年4月号における、日本の機関投資家およびバイサイドアナリストがセルサイドアナリストに求めるもののアンケート結果では、業績予想値の正確性は7位、株価レーティングの正確性は3位と、業績予想値や株価レーティングの重要性は決して高くない。米国における同様の調査では、これらのランキングはさらに低く、せいぜい10位前後である。

また、経営者予測情報に関しても、05年に東証が実施した「決算短信に関する一般投資家へのアンケート調査結果」によれば、決算短信の「定性的情報・財務諸表等」の利用項目の中で、「よく利用する」と「ときどき利用する」の合計が一番高い項目は、「業績見通しの文章説明」であり、その合計比率は55.5%にも達している。しかしながら、このような定性的な予測情報を用いた研究は、わが国では筆者の知る限り存在しない。

つまるところ、筆者自身も含めたアカデミアの研究者の研究対象は、計量化が容易で統計的解析

が可能な予測情報に偏っているのである。この研究対象の無意識なセレクション・バイアスは、「木を見て森を見ず」で、些末な一面にこだわって本質や全体像をとらえていない危険性をはらんでいると思われる。今後は、予測情報が投資情報の中で担う真の役割という大局的な観点から、研究対象とする予測情報の幅を拡張していく必要があるであろう。

最後に、これらの課題を克服するためのインフラが近年整いつつあることに言及しておきたい。インターネットの普及に伴って、業績予想についてはトムソンファイナンシャル、アイフィスジャパン、QUICK、日経メディアマーケティングといった情報ベンダーから、オンラインでデータが入手可能となっている。有価証券報告書や決算短信等についてもeol、EDINET、TDnetなどを用いて容易に閲覧・入手ができる。このように、予測情報データのアクセシビリティについては、現在と一昔前とでは隔世の感があり、これは論文数の増加および研究対象の拡張という二つの課題の克服にとって明るい予兆と言える。わが国の予測情報研究は、今後十分に発展の期待できる研究領域であると言えよう。

本稿は、拙稿「わが国における予測情報研究の現状と今後の課題」、ディスクロージャー研究学会第9回研究大会予稿集 (http://homepage2.nifty.com/koji_ota/working_papers.htmからDownload可能) に基づくものである。紙幅の都合上、引用文献や詳しい説明を省略しているので、詳細については上記の拙稿を参照されたい。