

わが国における予測情報研究の現状と今後の課題

太田 浩司

兵庫県立大学経営学部・准教授

koji_ota@nifty.ne.jp

要約

本稿では、わが国における予測情報研究の現状について概観し、その結果に基づいて、今後の研究課題を提示している。最初に、わが国の予測情報に関する研究論文のサーベイから、わが国のアナリスト予想や経営者予想といった予測情報には、情報内容および価値関連性があり、またこれらの予測情報には、その予想精度や誤差に影響を与える様々な要因が存在しているという結果が得られている。

次に、サーベイ結果に基づいて、今後の課題を2つ提示している。第1の課題は、研究論文数の増加の必要性である。わが国の予測情報に関する研究論文の数は、米国と比較すると極端に少なく、量的に圧倒されていると言わざるを得ない。特に、わが国のアナリスト予測に関する研究は、まだまだ証拠の蓄積が不十分であると思われる。第2の課題は、研究対象の偏りの是正である。わが国には独特の経営者予想開示制度があり、利用可能な予測情報は多様である。それにもかかわらず、わが国の研究で用いられている予測情報は、計量化が容易な業績予想数値等の情報に限られている。今後は、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、現在金融情報ベンダーの発展に伴って、予測情報データのアベイラビリティは格段に向上してきており、先の2つの課題を克服するための研究インフラが整いつつある。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いえよう。

キーワード：予測情報，アナリスト予想，経営者予想

わが国における予測情報研究の現状と今後の課題

兵庫県立大学

太田浩司

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2つの研究領域に大別される。その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、アナリスト予測の研究はファイナンス系のジャーナルに載せられることが多く、経営者予測に関する研究は圧倒的に会計系のジャーナルから出版されることが多いという傾向が見られる。

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それぞれ別個に取り扱うサーベイ論文は数多く存在するが、その両方を包含した、予測情報に関する研究という枠組みから両研究を概観したサーベイ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について概観し、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。

なお本稿の構成は以下のようなものである。第2節は株式市場における投資情報の生成過程について説明し、第3節は投資情報全体の中で大きな役割を担っている企業の開示情報について詳細に説明する。次に、第4節は予測情報には具体的にどのような情報があるのかを、アナリスト予想と経営者予想に分けて記述する。そして、第5節はアナリスト予測情報、第6節は経営者予測情報に関するわが国の研究についてのサーベイを行う。最後に、第7節で本稿のまとめとわが国の予測情報研究の今後の課題について述べる。

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挙げられる。企業の開示情報については次節で詳細に述べるが、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。例えば、パソコンや携帯端末の売上の鈍化というニュースは、半導体産業等へのセクター・アロケーションに影響を与える情報であるであろうし、金利政策や為替変動といったマクロ経済情報は、株式市場へのアセット・アロケーションにインパクトを与える情報であろう。

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。セルサイド・アナリストとは、証券を売る側であるセルサイドのアナリスト、すなわち投資銀行

や証券会社のリサーチ部門に所属するアナリストである。セルサイド・アナリストは、企業の開示情報や産業動向情報などを分析して、担当企業に関するアナリスト・レポートを作成する。アナリスト・レポートの記載内容や様式は多様であるが、基本的にはアナリストによる当該企業の分析、予想利益、株式推奨やレーティング、目標株価などから構成されている。そしてセルサイド・アナリストは、自らが作成したアナリスト・レポートを、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するのである。

次に、投資情報の2番目の分析者は、バイサイド・アナリストである。バイサイド・アナリストとは、証券を購入する側のバイサイドに属するアナリスト、すなわち投資信託会社や生命保険などの資金運用を行う会社のリサーチ部門に所属するアナリストである。バイサイド・アナリストもセルサイド・アナリストと同様にアナリスト・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ものである。従って、バイサイド・アナリストの作成するレポートは、一般には入手不可能である¹。

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、自社のバイサイド・アナリストや投資銀行に属するセルサイド・アナリストの提供するアナリスト・レポートを読み、また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、最終的にこれらの投資情報に基づいて、実際に市場において株式の売買を執行するのである。

(図表1 この辺り)

図表1は、ここまで説明した、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。しかしながら、これはあくまで全体の略図であり、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、機関投資家や個人投資家は、何もアナリストからしか投資情報を入手していないというわけではなく、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²。また企業は、IR活動を実施していく中で、個人投資家向けのIRを最大の課題と認識しており、その施策の一環としてWebサイトによる開示の充実を行っている。これによって、個人投資家が企業の開示情報に直接アクセスできる環境も整ってきている。

またアナリストも、バイサイドとセルサイドのアナリストに限定されているわけではなく、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)において、和

¹ セルサイド・アナリストとバイサイド・アナリストの違いについては、北川(2004)や Groyberg et al. (2007)を参照されたい。

² 同様の感想は、企業からの直接の訪問を受けている機関投資家側からも述べられている(『証券アナリストジャーナル』2007年8月号の座談会「アナリストおよびIR活動の現状と問題点」を参照されたい)。

解に参加した証券会社に対して、今後5年間にわたって最低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。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。

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。企業の制度開示とは、文字通り、制度に基づく企業の情報開示のことである。そして制度とは、「国家・社会・団体を運営していく上で制定される法や規則」（三省堂大辞林第2版）であると一般的に定義されている。従って、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

企業の行う法的開示とは、法令を根拠とする企業の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

企業の行う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、企業の情報開示のことである。適時開示規則に基づく開示情報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。

なお、決算短信等の公表による企業情報の適時開示が制度開示に該当するかどうかは、議論の分かれるところである。そもそも投資判断に影響を及ぼす会社情報の適時開示は、証券取引所からの要請に応じるという形で、昭和49年6月から行われていた（昭和49年東証上管第525号「会社情報の適時開示に関する要請について」）。ただし当時の適時開示は、実務上ではほとんど全ての企業が開示を行っていたものの、厳密にはあくまで企業が証券取引所の要請に自発的に応じるというものであり、強制開示ではなかった。投資判断に影響を及ぼす会社情報の適時開示が制度化・義務化され、それに違反する企業に対して

³ 包括的和解（Global Settlement）とは、セルサイド・アナリストの利益相反に関する問題について、2003年4月に、SECおよびその他の規制当局と、10の大手投資銀行との間で結ばれた合意のことで、和解金は総額で13億8,750万ドルという莫大なものであった。包括的和解の詳細については平松(2003a)を、独立系アナリストについてはCoulson et al. (2003)や田中(2004)を参照されたい。

罰則的措置がとられるようになったのは、平成 11 年 9 月の適時開示規則の施行以降のことである⁴。従って企業の決算短信等の公表による適時開示は、厳密に規定すれば、平成 11 年までは証券取引所の要請に基づく企業の自発的開示であり、平成 11 年以降は適時開示規則に基づく制度開示といえる。

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いてはいないが、企業が自主的に行っている情報開示、すなわち企業の自発的な IR 活動のことである。企業はそのような IR 活動を通じて自発的に企業情報を開示することによって、株主や潜在的株主である投資家そしてその仲介者であるアナリスト達と良好な関係を構築し、市場で適切な評価を得ようとするのである。

企業の自発的開示の代表的なものとしては、出版物であるアニュアルレポートやファクトブックなどの他に、アナリストや投資家と直接に対話する決算説明会、スモールグループミーティング、工場見学会などがある。

なお図表 2 は、企業の開示情報を一覧にまとめたものである。

(図表 2 この辺り)

4. 予測情報の種類

4.1 アナリストの開示する予測情報（アナリスト予想）

アナリストの開示する予測情報には、アナリスト・レポートに含まれている、業績予想数値、アナリスト推奨（analyst recommendation）、株価レーティング（stock rating）、目標株価（target price）などがある。

アナリストの業績予想数値とは、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、営業キャッシュフロー、1 株当たり利益等の様々な業績指標に関する予想数値のことである。

一方、アナリスト推奨または株価レーティングと呼ばれる予想は、アナリストが企業のファンダメンタルズ（とりわけ 1 株当たり予想利益に基づく PER）から投資価値を判断し、ある所定の期間内において、当該銘柄の株価が TOPIX などのベンチマークに対してどの程度上回る、或いは下回るかの程度の大小を、順位付けたうえで記号化したものである。国

⁴ 不適正な情報開示による適時開示規則違反が認められた企業には、その内容や程度に応じて、「口頭注意」、「当該開示に至る経緯及び改善策を記載した書面（経緯書）の徴求」、「改善報告書の徴求」という 3 段階の措置がとられる。このうち改善報告書は、特に改善の必要性の高いケースであり、また投資家に改善を約束するという意味も含めて 5 年間公衆縦覧に供されている（<http://www.tse.or.jp/listing/kaizen>, http://www.ose.or.jp/rules/rl_tkkh.html）。さらに、改善報告書を、証券取引所が再度設定した期限までに提出しない等の事由から、規則違反企業に改善の見込みがないと判断された場合には、上場廃止となる（改善報告書の提出は「適時開示規則」第 22 条、上場廃止については「株券上場廃止基準」第 2 条第 1 項第 12 号および「株券上場廃止基準の取扱い」1.(11)に基づいている）。なお適時開示制度の変遷に関する歴史的背景やその詳細については、飯沼(2006)、土本・飯沼(2007)、久保(2007)等を参照されたい。

内系の証券会社は5段階評価が一般的であるが、外資系投資銀行は3段階の評価が多い。また目標株価とは、株価レーティングよりもさらに具体的に、所定の期間内に達するであろう予想株価を示したものである。

4.2 企業の開示する予測情報（経営者予想）

企業の開示する予測情報には、決算短信等に含まれている次期の業績予想、業績予想の修正、そして有価証券報告書内の「財政状態及び経営成績の分析（MD&A）」や「設備の新設、除却等の計画」の項目に記載されている設備投資に関する予想情報などがある。

決算短信等に含まれている業績予想

前節でも述べたように、東京証券取引所は、重要な会社情報を適時・適切に開示することを上場会社の責務とする「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）」を平成11年9月に制定している。企業が本決算および中間決算発表時に決算短信および中間決算短信を作成・公表するのは、この適時開示規則第2条第1項第3号によって、事業年度もしくは中間会計期間に係る決算の内容が定まった場合には、直ちに当該決算内容を開示しなければならないと定められているからである。決算短信の内容および様式は、過去に何度も修正が加えられてきたが、平成18年3月に「決算短信に関する研究会報告－決算情報のより適切な開示にむけて－」が公表され、平成19年3月期決算発表から、新たな内容・様式の決算短信が公表されている⁵。この決算短信の中に、次期の業績予想の開示項目が含まれているのである。

最新の決算短信の「Ⅰサマリー情報」で必ず開示しなければならない予想は、本決算と中間決算時における連結の通期業績予想だけであり、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。それ以外の、中間期業績予想、個別業績予想の開示は省略可能である。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及びセグメント・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（1.(1)経営成績に関する分析）、目標配当性向などの投資方針（1.(3)利益配分に関する基本方針及び当期・次期の配当）、目標ROE・ROAなどの会社が目標として選択している経営指標（3.(2)目標とする経営指標）、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（3.(3)中長期的な会社の経営戦略）などの、企業に関する予測情報が開示されている。

また、四半期財務・業績の概況（決算短信、中間決算短信に相当するもの）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、業績予想の見直しを行っ

⁵ 決算短信の詳細な内容・形式については、東京証券取引所から平成19年2月に公表された「決算短信・中間決算短信作成要領」を参照されたい。

ていない場合はその旨が記載される⁶。

業績予想の修正

決算短信や四半期財務・業績の概況における経営者予想の公表に加えて、さらに企業は、公表済み予想値に重要な差異が生じた場合には、それを適時に開示しなければならない。この不定期の開示を業績予想の修正開示といい、それを行うかどうかの概ねの目安は以下のようである⁷。

- (i) 売上高については、新規予想値が直近予想値と比べて10%以上変動している、
- (ii) 経常利益については、新規予想値が直近予想値と比べて30%以上変動している、
- (iii) 当期純利益については、新規予想値が直近予想値と比べて30%以上変動している、
- (iv) 配当については、予想値に変更があった全ての場合。

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は全て開示しなければならない。

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、もともと平成元年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⁸。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⁹。

有価証券報告書に含まれている業績予想

企業内容の外部への開示資料である有価証券報告書は、事業年度終了後から3ヶ月以内に金融庁に提出することが、金融証券取引法によって義務付けられている。有価証券報告書の形式と内容は「企業内容等の開示に関する内閣府令」等で細かく規定されており、企

⁶ 四半期財務・業績の概況の詳細な内容・形式については、東京証券取引所から平成19年5月に公表された「四半期財務・業績の概況様式・作成要領」を参照されたい。なお四半期業績予想の開示は任意であるにもかかわらず、ほとんどの企業は、業績予想値を新たに公表(83.4%)、もしくは見直しの結果予想に変更がない旨の記載(12.9%)をしている(「平成19年3月期第3四半期財務・業績の概況の開示状況について」東京証券取引所)。

⁷ 売上高、経常利益、純利益に関する予想の修正開示については、適時開示規則第2条第1項第4号および「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の取扱い」1.の3(4)に基づいている。なお配当に関する予想の修正開示については、適時開示規則第2条第1項第5号で定められている。

⁸ 業績予想の修正開示に関するインサイダー取引規制は、昭和63年5月に公布された改正証券取引法によって新設された第190条の2に始まり、それを受けて平成元年2月3日に制定・公布された2つの政省令、「証券取引法施行令の一部を改正する政令(平成元年政令第23号)」および「会社関係者等の株券等の取引規制に関する省令(平成元年大蔵省令第10号)」に基づいている。なお現在では、証券取引法第190条の2は、第166条に整理されており、業績予想の修正開示に関する規定は第166条第2項第3号に記載されている。なお、昭和63年改正証券取引法第190条の2については宮沢(1988)、平成元年のインサイダー取引規制に関する2つの政省令については堀本(1989)や神崎(1989)、その後の変遷については神田(1997)を参照されたい。

⁹ インサイダー取引規制(「会社関係者等の株券等の取引規制に関する省令」第3条第1項)では、(i)売上高については、新規予想値が直近予想値と比べて10%以上変動している、(ii)経常利益については、新規予想値が直近予想値と比べて30%以上変動しており、かつ、その変動額が純資産額の5%以上である、(iii)当期純利益については、新規予想値が直近予想値と比べて30%以上変動しており、かつ、その変動額が純資産額の2.5%以上である、(iv)配当については、新規予想値が直近予想値と比べて20%以上変動している、と規定されている。

業の当該事業年度における事業活動や財政状態について詳細な情報が提供されている。

有価証券報告書に含まれている予測情報としては、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」において、新設設備の内容、設備投資予定額、完成予定年月などが記載されている。また、平成16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 (Management Discussion & Analysis) 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(平成15年3月31日内閣府令第28号)。

なお図表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。

(図表3 この辺り)

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ということもあってか、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¹⁰の獲得可能性を検証する研究が多い。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。結果は、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(吉田1991, 坂本1996, 石川1996, 阿部1999)。

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ようなものである。

- (i) アナリスト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或いは悲観的となり、景気後退期には楽観的度合いが強くなる(石川1996, 木下・久保1999, 松村2001)¹⁰,
- (ii) アナリストの予想精度および誤差は産業セクターによって異なる(木下・久保1999, 太田2005),
- (iii) アナリストの予想は、小規模企業よりも大規模企業に関して予想精度が高い(木下・久保1999, 阿部2000, 太田2005),
- (iv) カバーするアナリストの人数が多い企業ほどアナリストの予想精度が高い(阿部

¹⁰ 木下・久保(1999)では、この原因を、アナリストが予測時点において利用可能な景況情報を考慮していないからであるとしている。そして、アナリストの予想バイアスが、予想公表時点における景気動向指数(DI)から推測可能であることを示している。

2000, 太田 2005)¹¹,
(v)アナリスト予想の修正は同一方向にかつ少しずつ段階的に行われる(松村 2001)¹²,

複数のアナリスト予想利益を比較する研究

わが国における複数のアナリスト予想利益を比較している研究には, Conroy and Harris (1995)がある. 彼らは, 日本における I/B/E/S 予想と東洋経済予想の精度とバイアスを比較し, 東洋経済予想の方が I/B/E/S 予想よりも精度が高く, I/B/E/S 予想は過度に楽観的であるという証拠を得ている. そしてその理由として, I/B/E/S 予想が主としてセルサイド・アナリストの予想であるのに対して, 東洋経済予想がより中立的な出版社系アナリスト(独立系アナリスト)の予想であることによるのではないかと推測している.

この日本のセルサイド・アナリストの楽観的バイアスについては, Higgins (2002)によってさらに詳細に分析されている. Higgins (2002)は, 日本の I/B/E/S 予想を, 日本のアナリストによる予想と米国のアナリストによる予想とに分割してその精度とバイアスを比較し, 日本企業に関する予想であるにもかかわらず, 日本のアナリストによる予想よりも米国のアナリストによる予想の方が精度が高く, 日本のアナリストによる予想は過度に楽観的であるという証拠を示している. そしてその理由として, 日本の大手証券会社と企業との間には伝統的に密接な関係があり, 日本の証券会社がアナリストの独立性を制約しているからではないかと推測している.

5.2 株価レーティングを用いた研究

わが国における株価レーティングは, 1993年に野村総合研究所が発表したのが最初であるので, その歴史はあまり長くない. 従って, 株価レーティングを用いた研究も, あまり数多くないが, それらの研究では, 主に次の2つの事柄を検証している. 1つ目は, 1(今後6ヶ月でTOPIXを10%上回る), 2(今後6ヶ月でTOPIXの±10%以内である), 3(今後6ヶ月でTOPIXを10%下回る)といったレーティング自体の有用性を調査するものであり, 2つ目は, 新規レーティング(初めて付されたレーティングのこと), レーティングの継続(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ある, 末木(1997, 1999)では, 上の2つの検証目的が明確ではなく分析に混同が見られるが, 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企業の株価は有意

¹¹ アナリストのカバーする企業の特徴については, 中井(2006)を参照されたい.

¹² 松村(2001)はこの原因について, 人には, 最初に抱いた初期値に係留し, そこから段階的な調整を経て最終的な予想に達するという, 「アンカリングと調整」と呼ばれる予想形成プロセスがあるからだとしている.

に上昇し、引き下げ企業の株価は有意に下落しているという結果を得ている¹³。

このレーティング履歴とりわけ変更に関する研究は、その後も小川・國村(2001)、小川(2003, 2004)でさらに詳細に分析され、市場はレーティング変更の公表日前後数日の短期間において有意に反応しており、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しては、小川・國村(2001)が、レーティングが1の株価はその公表後6ヶ月にわたって少しずつ上昇し続け、3の株価は下落し続けるという、レーティング自体の実際的有用性を支持する結果を得ている。しかしながら、このレーティング自体の実際的有用性を支持する結果は、市場の効率性に反するものである。小川(2003)ではその点について追加的分析を行い、市場リスクを考慮した場合、レーティング自体の実際的有用性は消滅するという結果を報告している。

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ているかについて検証するイベント・スタディ型の研究と、会計情報と株価にはどのような相関があるかについて検証する価値関連性型の研究が存在する。

最初に、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、わが国では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ということである。しかしながら、Darrough and Harris (1991)やConroy et al. (1998)では、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経営者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を得ている。

この結果は、決算発表時に定期的に公表される経営者予想の情報内容の存在を支持する証拠であるが、わが国における経営者予想には、決算発表時に定期的に公表される予想以外に、公表済みの予想値に大きな変動が生じた場合に随時公表される、業績予想の修正がある。この場合には、定期公表に見られるような予想情報と実績情報の混合が生じないので、より正確に経営者予想の情報内容を検証することができる。そこで、多くの研究がこの業績予想修正の情報内容を検証している。桜井・後藤(1992)は、業績予想修正日前後の株価を検証し、株価は修正日に最も大きく反応していることを示し、後藤・桜井(1993)と河(1994)は、株価は予想の上方修正に対しては正に、下方修正に対しては負にそれぞれ反応しているという結果を示している。その他にも、出来高による市場の反応の検証(河1998)、東証1部企業と2部企業・店頭登録企業による市場の反応の差異(河1998、音川2000)、企業規

¹³ 末木(1997, 1999)の研究に関する問題点の詳細については、小川・國村(2001)を参照されたい。

模や所有構造の違いによる市場の反応の差異（後藤 1996）といった様々な観点から、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を検証している。諸外国における研究では、次期予想利益の代理変数としてアナリスト予想利益を用いるのが一般的であるが、わが国では決算発表で経営者の次期予想利益が公表されるので、それを次期予想利益の代理変数として利用可能である。また、経営者予想利益は当期利益と同時に公表されるので、イベント・スタディ型の研究では情報内容の混合として問題であったが、クロスセクションで回帰分析を行う価値関連研究では、その問題は回避可能である。石川(2001, 2002)は、その研究の主目的は配当の価値関連性の検証ではあるが、次期予想利益として経営者予想利益を用い、経営者予想利益が株価と密接に関連しているという証拠を示している。また太田(2002)は、Ohlson (2001)で示されている企業評価に関する三つの主要な会計変数である、株主資本簿価、当期利益そして経営者予想利益の各々の価値関連性を検証し、三変数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を報告している。

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）といった特性には、それに影響を与える様々な要因が存在することが報告されている。これらの研究の結果を要約すると以下のようである。

- (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或いは悲観的となり、景気後退期には楽観的度合いが強くなる（Ota 2006 他）¹⁴、
- (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（國村 1984, 森・関 1997, Ota 2006, 乙政・榎本 2007b）、
- (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（太田 2005, Ota 2006）、
- (iv) 店頭市場企業や新興市場企業の経営者予想は、一部・二部上場企業の予想よりも楽観的である（Ota 2006, 円谷 2007）、
- (v) 成長企業の予想は悲観的となる傾向がある（Ota 2006, Kato et al. 2006, 乙政・榎本 2007b）、
- (vi) 倒産企業の公表する経営者予想は、コントロール企業（非倒産企業）の経営者予想と比べて過度に楽観的であり、その楽観度は倒産期が近づくに連れてさらに増加する（須田・太田 2004）、
- (vii) 前期赤字企業や財務的困窮企業の経営者予想は楽観的である（Ota 2006）、

¹⁴ 経営者予想が楽観的であるか悲観的であるかは、検証期間によって異なる結果が報告されている。詳細は、経営者予想についてのサーベイ論文である太田(2006, p. 72)を参照されたい。

- (viii) 経営者予想は実際利益が増益である場合には悲観的であり、減益である場合には楽観的である (國村 1984),
- (ix) 経営者予想は実際利益が赤字である場合に非常に楽観的である (乙政・榎本 2007a, 2007b),
- (x) 経営者予想は前期利益よりも増益の予想である割合が過度に多い (後藤 1997, Kato et al. 2006, 浅野 2007, 乙政・榎本 2007b),
- (xi) 前期の経営者予想が楽観的 (悲観的) であった企業は、今期の経営者予想においても楽観的 (悲観的) であるというように、予想誤差には持続性がある (Ota 2006, Kato et al. 2006, 清水 2007),
- (xii) 金融機関持株比率および外国法人持株比率が高い企業ほど、その経営者予想は正確である (乙政・榎本 2007b).

その他にも、新株発行企業の経営者予想は悲観的である、増配予想の経営者予想利益は悲観的であるといったことが報告されている (Ota 2006).

6.3 経営者予想利益を用いるその他の研究

経営者予想に関するその他の興味深い研究としては、最初に、経営者予想と経営者の利益調整行動との関係を調査する研究がある。須田・首藤(2004)および野間(2004)では、中間決算短信で公表された個別と連結の経営者予想をそれぞれ用いて、それらの予想誤差のヒストグラムによる分析から、経営者は自らが公表した予想値を満たすために利益調整を行っているという結果を得ている。

次に、企業のディスクロージャーに対する姿勢が、その企業の公表する予想、すなわち経営者予想の予想精度に反映されているのではないかとすることを調査する研究がある。例えば、大鹿(2005)では株主総会の活性化、円谷(2007)では企業のトップが決算説明会に参加しているなどの、企業の IR 活動に対する熱心さが、経営者予想の予想精度の高さと関連しているという証拠を示している。またこのような証拠は、経営者予想の予想精度を企業のディスクロージャー情報の質を表す代理変数として用いることの妥当性を支持するものといえる。村宮(2005)では、経営者予想の予想精度と資本コストとの関係を調査し、経営者予想の予想精度が高い企業、すなわち企業のディスクロージャー情報の質が高い企業ほど、資本コストが低いという結果を得ている。

6.4 経営者予想をアナリスト予想と比較する研究

経営者予想と東洋経済予想を比較する研究

経営者予想と東洋経済予想を比較する最初の研究には、國村(1980, 1984)があり、3月決算企業が本決算発表時に公表する期首の経営者予想の精度を、6月、9月、12月、翌年3月の東洋経済予想の精度と比較している。そして、期首の経営者予想と6月の東洋経済予想

では予想精度に大差はないが、9月、12月、翌年3月と期末に近づくに連れて東洋経済予想の予想精度は有意に高くなるということを見出している。この期首の経営者予想と6月の東洋経済予想との近似は、大量サンプルを用いた太田(2002)においても示されており、3月決算企業が1979-1999年の期間に公表した27,939個の経営者予想利益の実に81.5%が6月の東洋経済予想と同一であると報告している。

次に、太田(2007)では、期首のみならず期中に公表される全ての経営者予想を用いて、東洋経済予想との比較を行っている。そして、本決算および中間決算時に公表される経営者予想とその直後の6月および12月の東洋経済予想では80%以上が同一である、期中における東洋経済予想の変動の95%以上が経営者予想によって説明されるということを見出し、わが国の業績予想においては、経営者予想が中心的な役割を担っていると結論付けている。さらに、東洋経済予想は経営者予想公表からの経過日数が長くなるほど経営者予想よりも有意に精度が高くなる、経営者予想の修正開示の70%は中間および本決算期末後に行われるという結果から、経営者予想の公表は必ずしもタイムリーではなく、アナリスト予想は、そのような経営者予想の適時性の欠如を補う補完的な役割を果たしていると述べている。

経営者予想とI/B/E/S予想を比較する研究

経営者予想とI/B/E/S予想を比較する研究としては、太田(2005)がある。太田(2005)では、予想精度と価値関連性という2つの観点から、3月決算企業の期首の経営者予想を6月のI/B/E/S予想と東洋経済予想という2種類のアナリスト予想と比較している。そして、I/B/E/S予想は経営者予想や東洋経済予想よりも有意に予想精度および価値関連性が劣り、経営者予想と東洋経済予想では予想精度および価値関連性に大差は見られないという結果を得ている。この結果は、I/B/E/S予想のセルサイド・アナリスト・バイアスの存在を示すと同時に、市場が精度の高い予想情報を正しく選択して株価に織り込んでいることを示唆する証拠といえる。

7. まとめと今後の課題

本節までのわが国の予測情報研究に関するサーベイから、今後の研究課題を2つ提示したい。第1の課題は、論文数の増加の必要性である。これは予測情報研究の領域に限らず、他の研究領域においても同様かもしれないが、わが国の予測情報に関する研究論文数は、米国と比較して極端に少ない。これは、とりわけアナリスト予測に関する研究について顕著である。例えば、アナリスト予測情報に関する最新のサーベイ論文である、Ramnath et al. (2006a, 2006b)によれば、1993-2005年までの12年間の期間に、会計・ファイナンスの主要9ジャーナルで発表された、アナリスト予測に関する研究論文数は実に250本以上である。また経営者予測に関する研究については、わが国でもそれなりの論文数があるが、それでも筆者が行った先と同様の調査によると、米国では予測情報研究に関する論文数が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。

このように、わが国と米国とでは、研究の質の問題は議論しないとしても、既に量的に圧倒的な差があるといえる。従って、予測情報研究のサーベイを行おうにも、わが国の研究論文だけを用いたのでは、タクソノミーの構築さえままならないというのが現状である。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。

第2の課題は、研究対象の偏りの是正である。確かに米国と比較するとかなり見劣りをするものの、それでも今日までの予測情報研究の結果から、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、またそれらの予測情報が資本市場において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ている。このような実証的証拠の蓄積は、これらの予測情報を実際に用いる上で重要なことだと思われる。

しかしながら、その研究のほとんどは、業績予想値や株価レーティングなどを対象としたものに偏っており、これらの予測情報は図表3で示した利用可能な予測情報全体の極く一部に過ぎないということには注意が必要である。

例えば、『*Institutional Investor (International edition)*』誌の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の調査結果は、以下のようである。

- 1位 業界知識の深さ
- 2位 企業経営陣へのアクセスの良さ
- 3位 推奨銘柄の的確性
- 4位 特別なサービス（企業訪問やコンファレンス）
- 5位 コンタクトのし易さ・即答性
- 6位 タイムリーかつ役立つ電話連絡や訪問
- 7位 業績予測の正確性
- 8位 レポートの内容
- 9位 企業金融業務からの独立性
- 10位 コミュニケーション能力

業績予想値は7位、株価レーティングは3位と決して順位は高くない。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（平松2003b, 北川2007）。北川(2007)ではこの点を取り上げ、「アナリストによる四半期業績予想の精度が企業側のアーニングス・ガイダンスより劣るとしてもそれはアナリストの職能全体から見れば優先度を持たない仕事の一部分についての評価であり、そこに執着するアカデミック・サイドの論文はアナリストの実際の職務を十分に理解していない傾向があるという批判の声がアナリスト・サイドから聞こえてきそうである。」と指摘している。

また、経営者予測情報に関しても、2005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」（2枚目以降の添付資料）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、わが国では著者の知る限り存在しない。

つまるところ、著者自身も含めたアカデミアの研究者が研究対象としているのは、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、些末な一面にのみ拘って本質や全体像を捉えていない危険性を孕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っている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、現在整いつつあるということに言及しておきたい。現在、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」といった金融情報ベンダーから、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および入手することができる。このように、予測情報データのアベイラ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先の2つの課題の克服にとって明るい予兆といえる。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いえよう。

引用文献

- Conroy, R. and R. Harris. (1995). "Analysts' Earnings Forecasts in Japan: Accuracy and Sell-side Optimism." *Pacific-Basin Finance Journal*, 3 (4), 393-408.
- Conroy, R., R. Harris, and Y. Park. (1998). "Fundamental Information and Share Prices in Japan: Evidence from Earnings Surprises and Management Predictions." *International Journal of Forecasting*, 14 (2), 227-244.
- Coulson, C., R. Ellis, and C. Lumpkins. (2003). "The October Revolution on Wall Street." Coffin Communications Group
- Darrough, M. and T. Harris. (1991). "Do Management Forecasts of Earnings Affect Stock Prices in Japan?" in *Japanese Financial Market Research*, edited by W. Ziembra, W. Bailey, and Y. Hamao, pp. 197-229, North Holland, Amsterdam.
- Groysberg, B., P. Healy, C. Chapman, D. Shanthikumar, and Y. Gui. (2007). "Do Buy-Side Analysts Out-Perform the Sell-Side?" Working Paper, Harvard Business School.
- Higgins, H. (2002). "Analysts' Forecasts of Japanese Firms' Earnings: Additional Evidence." *The International Journal of Accounting*, 37 (4), 371-394.
- Kato, K., D. Skinner, and M. Kunimura. (2006). "When Voluntary Disclosure Isn't Voluntary: Management Forecasts in Japan." Working Paper, Osaka University of Economics.
- Ohlson, J. (2001). "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective." *Contemporary Accounting Research*, 18 (1), 107-120.
- 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, pp. 267-294, Elsevier Press, Burlington, MA.
- Ramnath, S., S. Rock, and P. Shane. (2006a). "A Review of Research Related to Financial Analysts' Forecasts and Stock Recommendations." Working Paper, Georgetown University.
- Ramnath, S., S. Rock, and P. Shane. (2006b). "Financial Analyst Forecasting Literature: A Taxonomy with Trends and Suggestions for Further Research." Working Paper, Georgetown University.
- 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」『年報経営分析研究』第23号, 33-42頁.
- 阿部圭司(1999)「アナリストによる利益予測と株価」『高崎経済大学論集』第42巻第1号, 33-49頁.
- 阿部圭司(2000)「アナリストによる企業業績予測に関する調査」『産業研究(高崎経済大学附属産業研究所紀要)』第35巻第2号, 54-66頁.
- 飯沼和雄(2006)「東京証券取引所における適時開示制度の整備—適時開示の充実を目指して—」『月刊資本市場』第252号, 35-50頁.
- 石川貴志(1996)「わが国における業績予想データの特性と市場の効率性の検証—利益予想デ

- 一タの活用法—」『証券アナリストジャーナル』第34巻第4号, 19-37頁.
- 石川博行(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, 854-869頁.
- 石川博行(2002)「企業価値評価における配当の役割(2)」『大阪市立大学経営学会『経営研究』』第52巻第4号, 125-154頁.
- 大鹿智基(2005)「株主総会活性化企業における経営者予想利益—予想利益の精度の変化と企業価値評価への影響—」『会計』第168巻第6号, 879-894頁.
- 太田浩司(2002)「経営者予想利益の価値関連性およびアナリスト予想利益に与える影響」『証券アナリストジャーナル』第40巻第3号, 85-109頁.
- 太田浩司(2005)「予想利益の精度と価値関連性—I/B/E/S, 四季報, 経営者予想の比較—」『現代ファイナンス』第18号, 141-159頁.
- 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』第54巻第1号, 53-94頁.
- 太田浩司(2007)「業績予想における経営者予想とアナリスト予想の役割」『証券アナリストジャーナル』第45巻第8号, 54-66頁.
- 小川長(2003)「株式市場における株価レーティングの影響」『現代ディスクロージャー研究』第4号, 33-41頁.
- 小川長(2004)「株価レーティング変更の影響に関する分析」『年報経営分析研究』第20号, 68-75頁.
- 小川長・國村道雄(2001)「草創期における株価レーティングの分析」『年報経営分析研究』第17号, 99-106頁.
- 音川和久(2000)「店頭登録企業の業績予想修正に対する株価反応」桜井久勝・加藤恭彦編著『財務公開制度論の新展開 第3章』, 中央経済社, 35-45頁.
- 乙政正太・榎本正博(2007a)「日本企業における経営者の業績予想の動向」『産業経理』第67巻第1号, 47-57頁.
- 乙政正太・榎本正博(2007b)「経営者の業績予想に関するデータ分析」Working Paper No. 22, 関西大学.
- 神崎克郎(1989)「インサイダー取引の未然防止」『企業会計』第41巻第5号, 38-48頁.
- 神田秀樹(1997)『注解証券取引法』有斐閣.
- 北川哲雄(2004)「わが国機関投資家における意思決定プロセスの変化に関する一考察」『横浜経営研究』第24巻第4号, 323-334頁.
- 北川哲雄(2007)「解題(特集 証券アナリストの役割と情報)」『証券アナリストジャーナル』第45巻第8号, 2-5頁.
- 木下俊宏・久保直也(1999)「企業業績予測値のバイアス」『証券アナリストジャーナル』第37巻第10号, 77-93頁.
- 國村道雄(1980)「利益予測と会計情報」『企業会計』第32巻第4号, 494-500頁.

- 國村道雄(1984)「わが国企業の決算予想情報の特徴」『証券アナリストジャーナル』第22巻第8号, 9-30頁.
- 久保幸年(2007)『適時開示ハンドブック (第2版)』中央経済社.
- 後藤雅敏(1996)「日本企業の経営者が公表する利益予測改訂情報と株価の変動」シヤム・サンダー・山地秀俊編著『企業会計の経済学的分析 第3章』, 中央経済社, 36-53頁.
- 後藤雅敏(1997)『会計と予測情報』中央経済社.
- 後藤雅敏・桜井久勝(1993)「利益予測の改訂情報とインサイダー取引規制」『企業会計』第45巻第9号, 127-132頁.
- 坂本なおみ(1996)「コンセンサス利益予想の変化と株価」『証券アナリストジャーナル』第34巻第3号, 24-41頁.
- 桜井久勝・後藤雅敏(1992)「利益予測改訂情報に対する株価反応—インサイダー取引規制の実証分析—」『會計』第141巻第6号, 43-57頁.
- 清水康弘(2007)「経営者予想に含まれるバイアスの継続性とミスプライシング」『証券アナリストジャーナル』第45巻第8号, 80-96頁.
- 末木将史(1997)「株価レーティング: その予測精度と情報効果」『証券アナリストジャーナル』第35巻第4号, 62-78頁.
- 末木将史(1999)「株価レーティングの情報効果に関する検証」『証券経済学会年報』第34号, 67-78頁.
- 須田一幸・首藤昭信(2004)「経営者の利益予想と裁量的会計行動」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果 第9章』, 森山書店, 211-229頁.
- 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』第165巻第6号, 913-927頁.
- 田中那須加(2004)「米国ウォール街で始まった独立系リサーチの配布」『資本市場クォーターリー』第8巻第2号, 56-59頁.
- 土本清幸・飯沼和雄(2007)「東京証券取引所における適時開示政策の変遷」『現代ディスクロージャー研究』第7号, 23-30頁.
- 円谷昭一(2007)「インベスター・リレーションズ (IR) と業績予想の関係」『會計』第172巻第4号, 541-556頁.
- 中井誠司(2006)「アナリストカバレッジと機関投資家保有」『証券アナリストジャーナル』第44巻第6号, 84-97頁.
- 野間幹晴(2004)「アクルーアルズによる利益調整—ベンチマーク達成の観点から—」『企業会計』第56巻第4号, 529-535頁.
- 河榮徳(1994)「ファイリング制度の実証分析—業績予想修正の情報効果—」『企業会計』第46巻第6号, 83-92頁.
- 河榮徳(1998)「業績予想の修正と資本市場の反応」『早稲田商学』第377号, 63-89頁.
- 平松那須加(2003a)「成立した米国アナリスト問題の和解」『資本市場クォーターリー』第7巻

第1号, 25-34頁.

平松那須加(2003b)「注目が高まる米国の独立系リサーチ会社」『資本市場クォーターリー』第6巻第4号, 16-24頁.

堀本修(1989)「インサイダー取引規制関係政省令の制定について」『企業会計』第41巻第5号, 31-37頁.

松村尚彦(2001)「アナリスト予想の保守的バイアス—業績予想の非効率性と投資戦略への応用—」『証券アナリストジャーナル』第39巻第9号, 28-45頁.

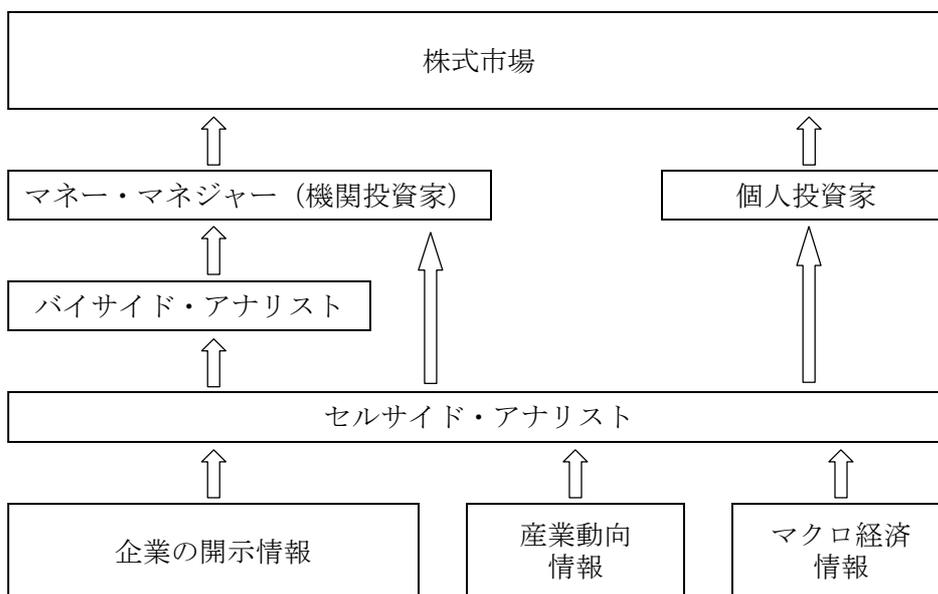
宮沢洋一(1988)「内部者取引の規制」『企業会計』第40巻第7号, 17-23頁.

村宮克彦(2005)「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」『証券アナリストジャーナル』第43巻第9号, 83-97頁.

森久・関利恵子(1997)「経営者予想利益の正確性の業種別比較」『会計』第152巻第2号, 99-112頁.

吉田壮一(1991)「業績予想と株式投資収益率」『証券アナリストジャーナル』第29巻第3号, 14-32頁.

図表1 株式市場における投資情報の生成過程



図表2 企業の開示情報

企業の開示情報		
制度開示		自発的開示
法的開示	取引所規則による開示	
<ul style="list-style-type: none"> 「会社法」に基づく開示 (計算書類, 事業報告) 「金融商品取引法」に基づく開示 (有価証券報告書, 半期報告書) 	<ul style="list-style-type: none"> 「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」に基づく開示 (決算短信, 業績予想の修正) 	<ul style="list-style-type: none"> 企業が自発的に行う IR 活動を通じての開示 (アニュアルレポート, ファクトブック, 決算説明会, スモールグループミーティング, 工場見学会)

図表3 予測情報の一覧表

予測情報			
経営者予想			アナリスト予想
決算短信等に 含まれている予想	業績予想の修正	有価証券報告書に 含まれている予想	
<ul style="list-style-type: none"> 「サマリー情報」における個別・連結の中間期・通期業績予想で、予想項目は売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、配当など 「定性的情報・財務諸表等」における、セグメント・事業分野別の見通し、予想値算出の前提条件、利益配分の方針、目標とする経営指標、中長期的な会社の経営戦略など 	<ul style="list-style-type: none"> 公表済み予想値に重要な差異が生じた場合に新しく公表される予想 	<ul style="list-style-type: none"> 「設備の新設、除却等の計画」における設備投資の予想 「財政状態及び経営成績の分析」における業績の見通し 	<ul style="list-style-type: none"> アナリスト・レポートに含まれている業績予想数値、株価レーティング、目標株価など