



経営者が公表する業績予想情報を投資に活かす

神戸大学経済経営研究所
講師 村宮克彦

日本企業の決算発表は、一風変わっている。他国で決算発表といえば、過ぎ去った一会計年度の実績情報を公表することを指すのが一般的である。一方、日本で決算発表といえば、過去の実績情報のみならず、将来の予想情報を公表することも含まれる。日本企業の経営者は、決算発表時に実績情報たる今期の決算情報に加え、将来情報たる翌期の業績予想情報も公表するのである。この慣行は、投資家の売買銘柄の選択や売買時期の意思決定に資することを目的として、証券取引所が業績予想情報を公表するよう企業に求めたことからはじまり、いまや日本特有のものとしてすっかり定着している。皆さんは日本経済新聞で次のような記事を見たことはないであろうか。

企業経営者が決算発表日に公表した前期と当期の実績業績ならびに翌期の業績予想が、その翌日、日本経済新聞紙上に掲載されることになる。一番下段が、経営者による来期の業績見通しである¹。

経営者は、あらゆる内部情報に精通しており、企業の将来見通しを一番良く知っているといっても過言ではない。

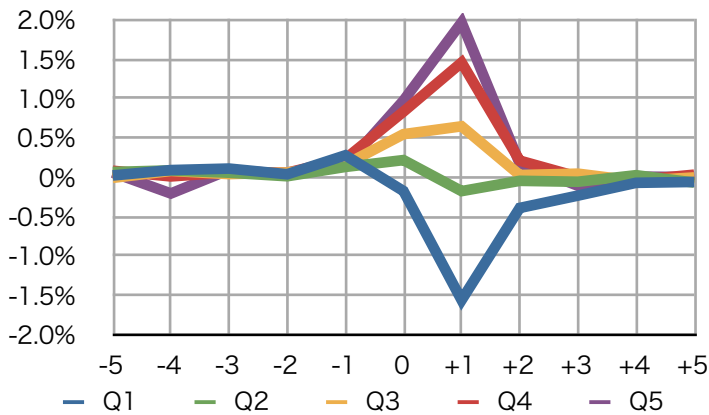
そうした経営者が公表する業績予想情報は、広く投資家に利用され、意思決定に役立てられている。そのことを裏付ける事実が、次の図である。この図は、経営者による見通しの善し悪しとその公表日付近の株式リターンとの関係を描いたものである²。Q1グループは、来期は今期の実績よりも大幅に業績が悪くなる見通しと公表した企業群を意味する。他方、Q5グループは、来期は今期の実績よりも大幅に業績が良くなる見通しと公表した企業群を意味する。図は、それぞれの企業群の各取引日における平均的な株式リターンを描いている。日次0は、決算発表日を意味する。

本決算

決算期	売上高 (億円)	経常益 (百万円)	利益 (百万円)	1株益 (円)	1株配 (円)
09.8	128	1672	924	209.0	40.0
10.8	135	1567	839	178.1	40.0
11.8予	140	1680	940	194.0	40.0

¹ より厳密には、一番下段は日本経済新聞社独自の予想情報と記載されてあるが、前日に経営者が公表した予想数値と新聞に掲載される数値が異なるケースは極めて稀である。したがって、これを前日に公表された経営者による業績予想情報の要約と捉えても差し支えないであろう。

² 1998年1月から2008年12月までに期末を迎えた連結決算延べ26,483が分析対象。年ごとに[(次期予想利益-今期実績利益)/期首時価総額]の大きさにもとづいて企業をソーティングし、5グループを構築。各グループ各取引日の株式リターン(企業規模でリスク調整済み)を平均して図を作成している。

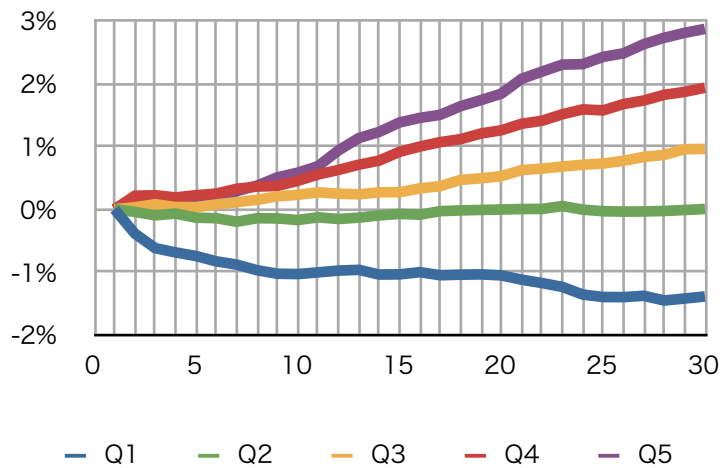


これをみると、明らかに来期の見通しが明るいと言った企業が、日次0と日次+1の株式リターンが大きいことが分かる。この両日は、決算発表日ならびに決算発表の要約が日本経済新聞紙上に掲載される日である。他方、来期の見通しが暗いと公表した企業ほど、両日の株式リターンがマイナスに大きいことがみてとれる。この結果は、経営者が公表する業績予想情報と株価の変化が密接に関連して

いることを裏付けており、業績予想情報は投資家の意思決定に役立てられていることを示唆している。一方、日次+2以降、その情報の内容と株式リターンとの関係は希薄である。したがって、市場は業績予想情報が公表された後、素早くその情報を株価へと織り込んでいる様子が見取れるのである。この図を見る限り、決算発表がなされた時点で経営者によって将来見通しが明るい（暗い）と公表された銘柄をロング（ショート）しても高いリターンを獲得することができないように思われる。つまり、経営者による業績予想情報は、素早く株価に織り込まれるから、その情報をもとに取引しても儲けられるチャンスは極めて乏しく、業績予想情報をもとに投資することの意義を見出せない読者も多いかもしれない。

しかし、業績予想情報の良し悪しにもとづいて投資を行う、そのことはそう悪いことではない。それはなぜか。なぜなら、決算発表日付近の市場の反応は決して完全なものではなく、数取引日数十取引日遅れてまた徐々に業績予想情報に反応する傾向があるからだ。したがって、いち早く業績予想情報にもとづいて投資することにより、実際に高いリターンを獲得できる可能性が高まるのである。次の図を見てほしい。

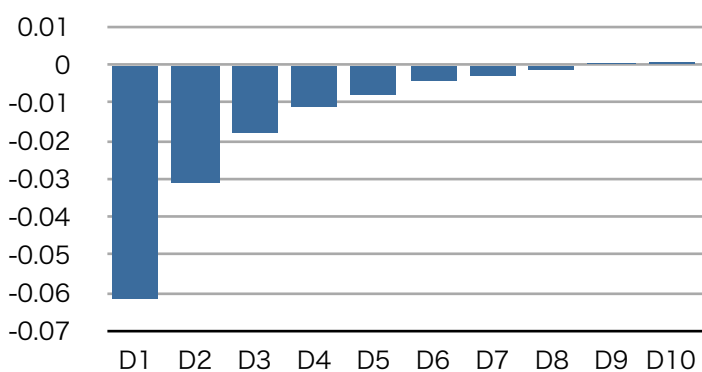
この図は、業績予想情報の要約が新聞報道される日次+1以降、先ほどのQ1からQ5グループの平均的な株式リターンを累積させたものである。これをみると、来期の見通しが極めて明るいと言った経営者が示した企業群(Q5)ほど、時の経過とともに株式リターンが高くなる傾向にある。反対に見通しが極めて暗いと予想した企業群(Q1)ほど、株式リターンが低くなる傾向にあるのだ。この現象はポスト・アナウンスメント・ドリフトと呼ばれ、決算発表直後にその情報が



株価に完全に織り込まれず、その後も遅れて情報への反応が観察されるというものである。この現象は、とりわけ米国市場において実績利益情報が公表された後に観察されることが頻繁に取り上げられるが、日本市場においても予想利益情報が公表された後に観察できるわけである。この事実も、次のような意味をもつ。すなわち、決算発表というイベントに駆動して投資ポジションを構築する場合、当たり前のことのようにあるが、経営者が来期について極めて明るい（暗い）見通しを示した銘柄をうまく見つけ、それをロング（ショート）するという戦略を取れば、将来高いリターンを獲得できる可能性が高まることを意味するのである。

しかし、この単純な投資戦略には一つ大きな欠点がある。それは、業績予想情報が企業とは独立した第三者ではなく、その企業を担う経営者という企業内部の人間によって公表されることに起因する問題、すなわち予想バイアスの影響を無視している点である。自社の将来見通しを市場に示す際、経営者のなかにはあまりに強気な予想を公表すると、その予想を満たせなかった場合、市場にネガティブに判断されるのが怖いから予め悲観的な予想を公表するものがある。一方で、それほど未来が明るいわけではないのにバラ色の未来を謳い楽観的な予想を公表するものもある。経営者はときに業績予想情報にバイアスをかけるのである。先に示した投資戦略は、経営者の予想バイアスを無視して、彼らの言葉を鵜呑みにする戦略である。同じように明るい未来と予想した企業群の中にも、経営者が楽観的な予想を公表した末、あたかも明るい未来かのように見せかけている企業もあるかもしれない。業績予想情報だけでもとづいてそうした企業の株式を購入してしまえば、決算発表時の予想が楽観的であったことが時の経過とともに市場にばれ、そして株価が下落し、かえって損をしようという事態になりかねない。そうした事態を避けるためには、先ほどの単純な投資戦略を少しだけ工夫してやればよい。すなわち、予想バイアスの影響も考慮したポジションを構築するのである。しかし、この投資戦略を実行するには経営者が予想情報を公表した時点で、その予想が楽観的なのか、悲観的なのか、経営者の予想バイアスを予め見抜かなければならない。果たして、そんなことができるのだろうか。

完全に見抜くことはできないけれど、ある程度バイアスを予期することは、実はそれほど難しいことではない。なぜなら、多くの経営者の業績予想情報にはクセがあるからだ。前期に楽観的（悲観的）な予想を公表した経営者は、今期も楽観的（悲観的）な予想を公表しがちなのである。次の図を見てほしい。これは、前期のバイアス[(最終的に期末に公表される実績利益-期首に公表した予想利益)/期首時価総額]の大きさにもとづいて企業をD1からD10の10グループに分けて、各々のグループについて今期の平均的なバイアスがどうであったかを図示したものである。バイアスは、マイナス（プラス）に大きければ大きいほど、楽観的（悲観的）であったことを意味する。D1グループは、前期もっとも楽観的な予想利益を公表していた企業群である。D1グループの経営者が公表する今期の予想利益は、前期に引き続き過度に楽観的であることは明白である。他方、前期に悲観的な予想利益を公表していた企業群、D10グループの経営者が公表する今期の予想利益は、前期と同様、わずかにであるが平均的に悲観的である。

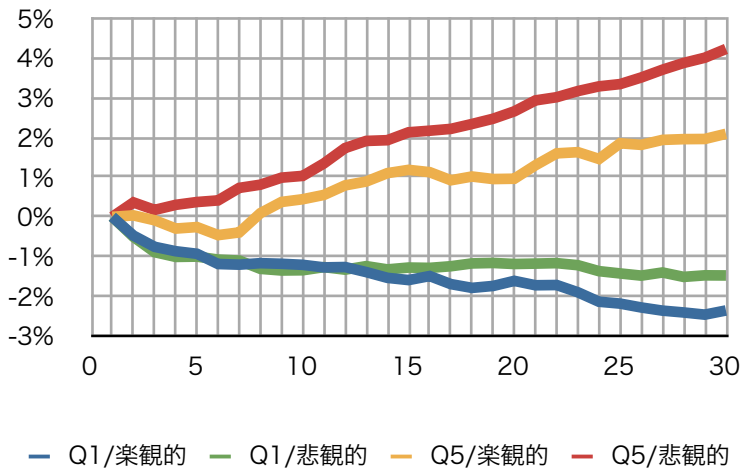


経営者の予想バイアスのこうした特性を利用すれば、決算発表の時点である程度バイアスを予期することは可能なのである。したがって、予想バイアスの影響も考慮した業績予想情報を活かす投資戦略を取ることができるのである。その戦略とは、来期の見通しが極めて明るい経営者が示した企業群(Q5グループ)のなかで、楽観的な予想利益を公表していそうで

実は見通しはそれほど明るくないような銘柄（すなわち、前期、経営者が楽観的な予想利益を公表していた銘柄）は投資対象から除く。その代わりに、悲観的な予想利益を公表していそうにもかかわらず、Q5グループの中に入っているような銘柄（すなわち、前期、経営者が悲観的な予想利益を公表していた銘柄）をロングする。他方、来期の見通しが極めて暗いと経営者が示した企業群(Q1グループ)については、悲観的な予想利益を公表していそうで本当はもっと業績が良いかもしれない銘柄（すなわち、前期、経営者が悲観的な予想利益を公表していた銘柄）を投資対象から除く。その代わりに、楽観的な予想利益を公表していそうにもかかわらずQ1グループに入っている銘柄（すなわち、前期、経営者が楽観的な予想利益を公表

していた銘柄)をショートするのである³。この戦略を実行した場合に実際、高いリターンを獲得できたかどうかを確認したものが次の図である。これは、Q1/前期楽観的予想・Q1/前期悲観的予想・Q5/前期楽観的予想・Q5/前期悲観的予想という4つのグループについて、業績予想情報の要約が新聞報道される日次+1以降の株式リターン動向を図示したものである⁴。

この図を見ると、先に示した投資戦略の有効性が確認できるであろう。将来見通しが明いと経営者が公表したQ5グループのなかでも、前期悲観的予想公表グループのパフォーマンスは、明らかに前期楽観的予想公表グループのそれより良い。また、Q1グループのなかでも、前期楽観的予想公表グループの株式リターンは、30取引日経過後、前期悲観的予想公表グループよりも低いのである。今期の



バイアスを前期のバイアスから占い、それを投資戦略に組み込むというちょっとした工夫をするだけで、Q1グループの中での勝ち組・負け組、Q5グループの中での勝ち組・負け組を識別することができるのである。この結果は、Q5グループの中でも前期悲観的予想を公表していた銘柄をロングし、Q1グループの中でも前期楽観的予想を公表していた銘柄をショートするという投資戦略の有効性を示唆しているのである。業績予想の良し悪しに加え、経営者の予想バイアスを予め見越して投資を行う、これこそが正しい業績予想情報の活かし方である。

今回取り上げたのは、株式市場ではこんな傾向があったという過去の話。今から、実行しても果たして成功するのか、分からないのが残念である。また、証券会社に支払う手数料をはじめとする取引コストを考慮してもなお十分に高いリターンを獲得できるかは、まだまだ今後の研究の蓄積を待たなければ結論づけられない。したがって、今後の現実世界での有効性に確証は持てない。ただし、株式市場にはこのコラムで示したようなある指標にもとづいて銘柄をソーティングすれば将来のリターンが予測できた、あるいはある出来事後にリターンがどうなるか予測できたというようなある種のパターンがいくつか存在する。そうしたパターンをじっくり考慮に入れながら投資すべきとは言わない。しかし、頭の片隅において、そしてたまにはそのことを気にしながら銘柄選びや売買時期の選択をすることが、少しでも高いリターンを生み出す秘訣だと思うのである。

神戸大学経済経営研究所

³ もし、前期の予想バイアスと今期の予想バイアスが連動することを市場が決算発表日付近で予め見通して株価に織り込んでいるとすると、この戦略は成功しない。しかし、幸か不幸か市場は予想バイアスの持続性を認識して取引しているわけではない。このことは、先行研究(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 45: 80-96.)で明らかにされている。だからこそ、この戦略は有効なのである。

⁴ 4つのグループの作成手順は次の通りである。年ごとに、将来見通しの良し悪しを示す[(次期予想利益-今期実績利益)/期首時価総額]と前期の予想バイアスの大きさを示す[(最終的に期末に公表される実績利益-期首に公表した予想利益)/期首時価総額]にもとづいて5×5のポートフォリオを作成。Q1/楽観的(悲観的)は、Q1グループに属し、かつ前期の予想バイアスがもっとも楽観的(悲観的)であった企業群を意味する。