

決算説明会と証券アナリスト

加藤 政 仁

一、はじめに

企業は、証券市場における適正な株価形成、事業内容の理解の促進、株主・投資家との信頼関係の構築、社会的認知度の向上などを目的として、株主や債権者、証券アナリストや格付け機関に対して、彼らが求める情報を適時かつ公正に発信するIR (Investor Relations) 活動を行う。日本IR協議会が上場企業を対象とした「IR活動の実態調査(二〇一八年)」によると、回答が得ら

れた上場企業一〇〇六社(回答率二七・一%)のうち、IR活動を「実施している」と回答したのは九八社・九七・五%(前年九四二社・九六・八%)であり、殆ど全ての企業において積極的なIR活動が取り組まれている⁽¹⁾。

IR活動は、様々な手段によって講じられているが、その最たる手段として挙げられるのは決算説明会である。決算説明会は、経営者や財務責任者が、主に証券アナリストや機関投資家に向けて、決算や将来の展望などを説明する会である。説明会の開催は、決算短信が公表される当日ある

図表 1 決算説明会の実施状況

	実施	非実施
2012年	1206 (77.4%)	353 (22.6%)
2013年	1277 (78.5%)	349 (21.5%)
2014年	1360 (78.2%)	380 (21.8%)
2015年	1464 (79.5%)	377 (20.5%)

いは翌日に開催されることが多い。

図表1は、二〇一二年から二〇一五年に東京証券取引所第一部（以下、東証一部）に上場する企業の決算説明会の実施状況を集計したものである。⁽²⁾二〇一二年にデータの入手が可能であった東証一部に上場する企業は一五五九社、このうち決算説明会を実施していたのは一二〇六社であった。割合にすると、七七・四％が決算説明会を実施していることになる。同様に、二〇一三年から二〇一五年の決算説明会の実施率をみていくと、二〇一三年は七八・五％、二〇一四年は七八・二％、二〇一五年は七九・五％と、僅かではあるが実施企業の割合が増加傾向にある。なお、図表には掲載していないが、東証二部に上場する企業は、全体の五割強の企業しか決算説明会を実施していない。東証一部に上場する企業のIR活動の積極性がいかに高いかを示す結果といえる。

図表2 決算説明会の対象者内訳

	2012年	2013年	2014年	2015年
対象者の記載なし	182	181	181	179
対象者の記載あり	1024	1096	1179	1285
	1206	1277	1360	1464
(対象者の内訳)				
・証券アナリスト	923	1002	1084	1186
・機関投資家	846	911	987	1081
・報道機関	32	36	37	39
・個人投資家	19	18	21	22
・その他	7	9	10	10

次に、図表2をご覧いただきたい。こちらは、決算説明会を実施する企業のみを焦点を当て、これらの企業がどの主体を対象に決算説明会を実施しているかを表したものである。直近の二〇一五年をみてみると、この年に決算説明会を実施する企業は一四六四社、このうち決算説明会をどの主体に向けて実施したかについての記載があったのは一二八五社であった。図表2の下部より、一二八五社のうち、一一八六社は証券アナリスト、一〇八一社は機関投資家、三九社は報道機関、二二〇社に個人投資家、一〇社はその他（金融機関など）に向けて決算説明会を実施していることがわかる。こうした決算説明会の対象者の傾向は、本稿の調査期間の二〇一二年から概ね変化していない。以上、集計データから読み取れる範囲ではあるが、決算説明会というのは、証券アナリストや機関投資家のような証券市場における洗練された

主体 (Sophisticated Player) に向けられものであり、彼らと企業の直接的なコミュニケーションの場となっていることが窺える。⁽³⁾

本稿は、こうした状況を鑑みて、決算説明会の中心的な対象者である証券アナリスト（以下、アナリスト）に焦点を当て、決算説明会の実施がアナリストカバレッジ、アナリストの業績予想の誤差、アナリストの業績予想のばらつきにどのような影響を及ぼしているかを調査していく。

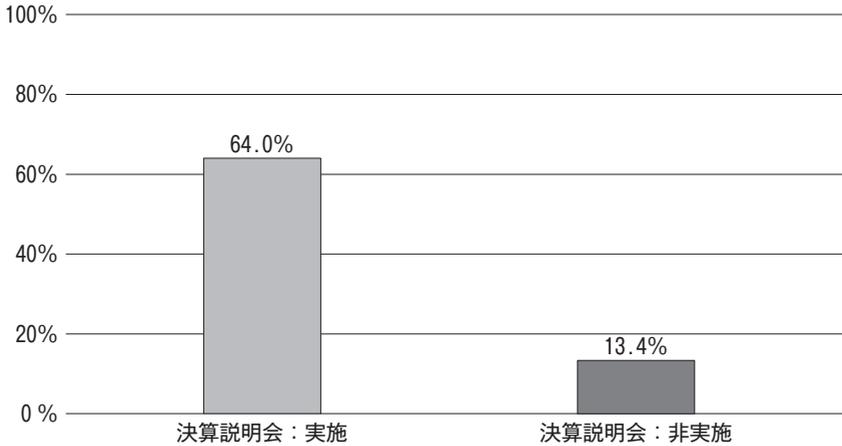
二、決算説明会とアナリストカバレッジ

本節では、二〇一二年から二〇一五年に東証一部に上場する企業を対象に、決算説明会の実施とアナリストカバレッジの関連性についての調査結果を述べる。決算説明会の実施に関するデータ

は、各社の決算短信（株式会社プロネクサスの「企業情報データベース01」）より入手している。アナリストカバレッジに関するデータは、株式会社アイフィスジャパンの「コンセンサス・データ・サービス」を利用している。⁽⁴⁾

図表3は、決算説明会を実施する企業と実施しない企業の間で生じるアナリストカバレッジの差異を表したものである。アナリストカバレッジの有無は、決算説明会の実施日を基準（決算説明会を実施していない企業は、決算短信の発表日を基準としている）にその後六カ月の間に、当該企業を対象としたアナリストの調査レポートが少なくとも一件以上あれば「アナリストカバレッジあり」とし、いずれのアナリストからも調査レポートが公表されていなければ「アナリストカバレッジなし」とする。図表3より、決算説明会を実施する企業は、その六四％がアナリストカバレッジ

図表3 決算説明会とアナリストカバレッジ

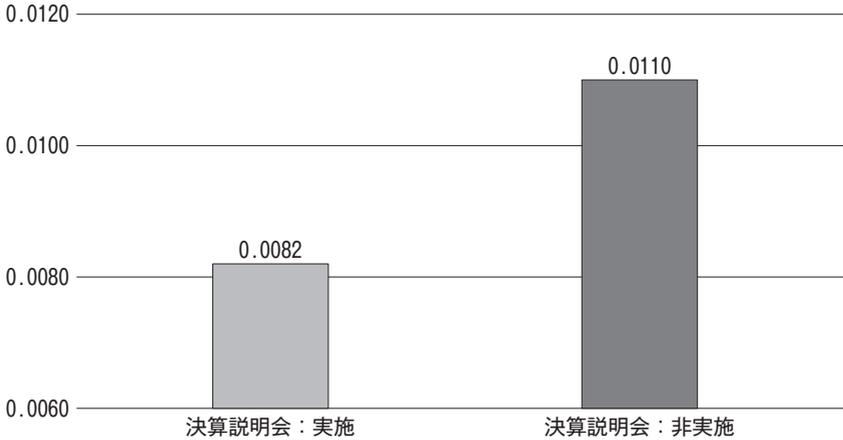


を受けている。これに対し、決算説明会を実施していない企業は、僅か一三%しかアナリストカバレッジを受けていない。また、図表には掲載していないが、アナリストカバレッジが存在する企業の一社あたりのアナリスト数は、決算説明会を実施する企業では約四・二人であるのに対して、決算説明会を実施していない企業では約一・七人であった。

三、決算説明会とアナリストの業績予想の誤差

アナリストは、株式価値評価に関する高い専門性を有する主体として、投資家向けの調査レポートを公表する。調査レポートには、企業の将来業績予想や目標株価、投資推奨（レーティング）など、投資の判断材料となる項目が多く含まれる。

図表4 決算説明会と純利益予想の誤差



本節では、業績予想の一項目である純利益予想を用いて、決算説明会の実施とアナリストの業績予想の誤差の間にどのような関連性があるかを調査している。

図表4は、決算説明会を実施する企業と実施しない企業でサンプルを分けて、それぞれの企業群のアナリストの純利益予想の誤差を比較した結果を表したものである。なお、アナリストの純利益予想の誤差は、以下の式から算出している。

$$\text{純利益予想の誤差} = \frac{|\text{純利益のコンセンサス予想} - \text{純利益の実現値}|}{\text{株式時価総額}}$$

純利益のコンセンサス予想は、企業の次年度決算の純利益について、決算説明会から六カ月間にアナリスト達が予想した値の平均値である。⁽⁵⁾ 純利益の実現値は、次年度決算に発表される純利益の値である。アナリスト達は、次年度決算に実現す

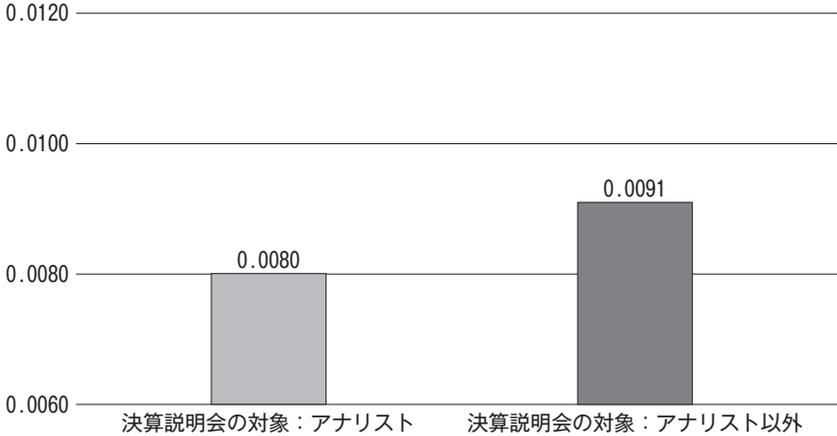
る純利益を正しく予想することを目標に、事前
に純利益予想を立てているわけである。つまり、純
利益のコンセンサス予想と純利益の実現値の誤差
がゼロに近いほど、当該企業のアナリスト達は正
確な予想ができていたことになる。そこで、上記
の指標の分子は、純利益のコンセンサス予想と純
利益の実現値の差の絶対値としている。なお、こ
の分子の大きさは、純利益がそもそも大きい企業
であるほど、どうしてもその乖離が大きくなって
しまうため、株式時価総額で割ることによってその規模
による影響を調整している。

図表4より、決算説明会を実施する企業は、非
実施企業と比べて、純利益予想の誤差が小さい
(0.0082 vs 0.0110) ことがわかる。両者の差に
は、1%水準で統計的に有意なものであることも
確認されている。これは、決算説明会の実施企業
には、精度の高いアナリストの業績予想が集まっ

ていることを示す結果である。また、こうした結
果は、決算説明会が経営者とアナリストの直接的
な意見交換の場となり、両者の間の情報格差を緩
和する役割を果たしているとも解釈できる。

次に、サンプルを決算説明会の実施企業に限定
して、アナリストを対象とする決算説明会とそう
でない決算説明会で純利益予想の誤差に違いが生
じるかを調べてみた。図表5より、アナリスト向
けの決算説明会を実施する企業では、当該企業へ
の純利益予想の誤差が0・0080であった。こ
れに対して、アナリスト以外に向けて決算説明会
を実施する企業では、当該企業への純利益予想の
誤差は0・0091であり、両者の間には0・0
0一一の差(5%有意)が確認された。これは、
決算説明会を実施している企業の中でも、アナリ
ストを対象とするものとそうでないもので、決算
説明会後に公表されるアナリストの業績予想に差

図表5 決算説明会の対象と純利益予想の誤差

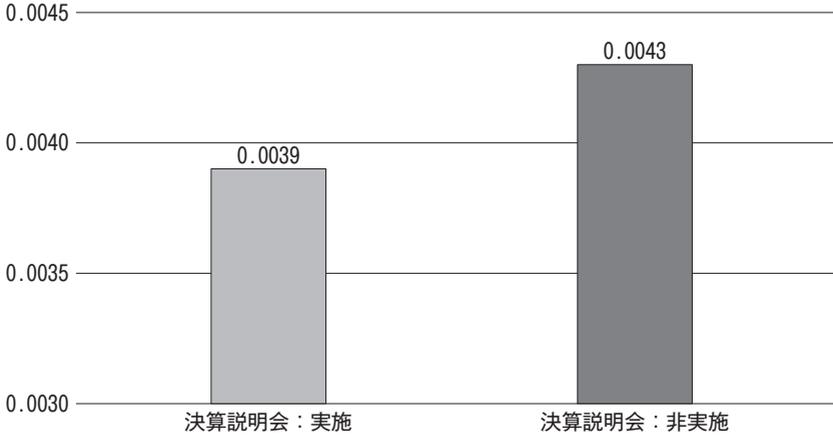


異が生じることを示す結果である。決算説明会は、アナリストの情報収集の場として効果的に機能しているといえるだろう。

四、決算説明会とアナリストの業績予想のばらつき

本節では、決算説明会の実施がアナリストの業績予想のばらつきに及ぼす影響を調べる。学術の世界においては、アナリストの調査レポートの内容は、企業が公に向けて発表する情報 (Public Information) とアナリストが独自に取得する情報 (Private Information) によって決まるといえる。例えば、Barron et al. (1998) は、アナリストが置かれる情報環境と彼らの業績予想の関連性について、個々のアナリストの情報源に占める Private Information へのウェイトが高ま

図表6 決算説明会と純利益予想のばらつき



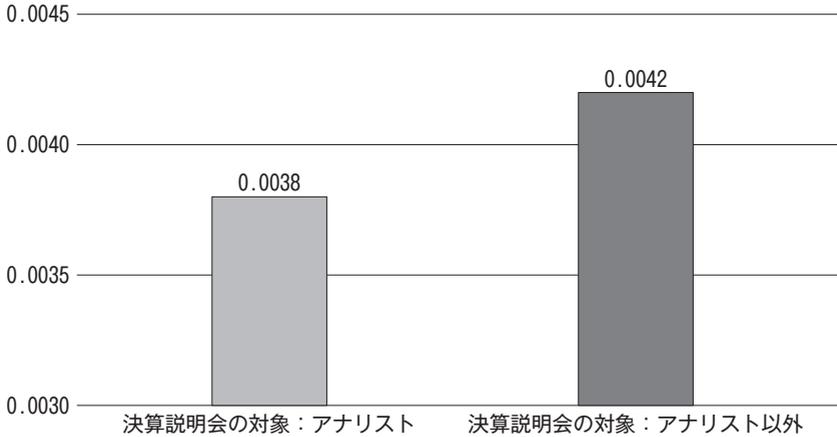
るにつれて、コンセンサス予想にばらつきが生じやすくなることを示す論文を発表している。

図表6は、決算説明会を実施する企業と実施しない企業にサンプルで分けて、それぞれの企業群でアナリストの純利益予想のばらつきを比較した結果である。アナリストの純利益予想のばらつきは、以下の式から算出している。

$$\text{純利益予想のばらつき} = \text{STD} \left(\frac{\text{純利益予想} - \text{純利益の実現値}}{\text{株式時価総額}} \right)$$

純利益予想のばらつきは、当該企業をカバーするアナリスト達の純利益予想の誤差の標準偏差である。なお、標準偏差の計算には、同時期かつ同一の企業に対して、少なくとも二名以上のアナリストが純利益予想を公表している必要があるため、本節のサンプルは二名以上のアナリストが存在する企業のみになっている。

図表7 決算説明会の対象と純利益予想のばらつき



図表6より、決算説明会を実施する企業は、非実施企業と比べて、純利益予想のばらつきが小さい(0.0039 vs. 0.0043)。しかし、これらの間の差に統計的有意性はなく、決算説明会とアナリストの業績予想のばらつきの関連性を示す結果は得られていない。

次に、決算説明会を実施する企業のみ限定して、決算説明会の対象がアナリストである場合とそうでない場合で、純利益予想のばらつきに差異が生じるかを調べてみた。図表7より、アナリスト向けに実施される決算説明会は、アナリスト以外向けのものよりも、純利益予想のばらつきが統計的に小さくなることを示す結果が得られた(0.0038 vs. 0.0042；五%有意)。

五、追加調査

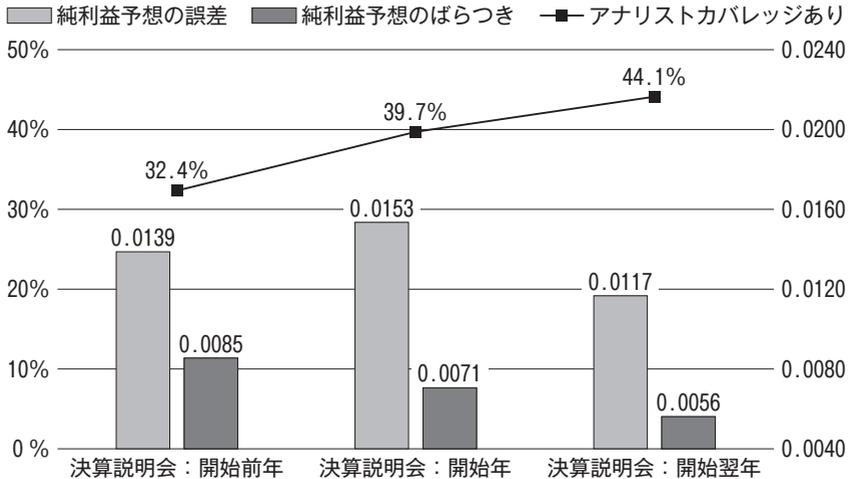
二節から四節において、決算説明会の実施は、アナリストカバレッジとの間には正の関係があること、アナリストの業績予想の誤差との間には負の関係があること、アナリストの業績予想のばらつきとの間には負の関係があることを示した。しかし、これらの関係は、決算説明会の実施による効果ではなく、決算説明会の実施企業の特性に起因するかもしれないと、読者の中には疑念を抱く方もおられるだろう。

そこで本節では、企業特性の影響を抑制するために、二〇一二年から二〇一五年の間に決算説明会の実施を開始し、かつ開始前年と開始翌年の計三年間のデータが利用できる企業サンプルを用いて、同一の企業という条件下での決算説明会の開

始前後でのアナリストカバレッジないしアナリストの業績予想の経時変化を追ってみることにした。なお、これらの条件を満たす企業は六八社であった。

まず、アナリストカバレッジについてみていく。図表8より、決算説明会を初めて行った六八社のうち、決算説明会から六カ月間にアナリストカバレッジが存在する企業の割合は三九・七%であった。この数値を基準に、決算説明会を実施していない開始前年をみると、六八社のうち三二・四%の企業にしかアナリストカバレッジが存在しない。つまり、同一の企業サンプルにおいて、決算説明会の開始前後で、アナリストカバレッジが約七・三%も増えたことになる。また、アナリストカバレッジは、決算説明会を開始した翌年には四四・一%となっており、実施後もさらに増えていることがわかる。

図表8 決算説明会の開始とアナリストカバレッジ・アナリストの業績予想の内容



次に、純利益予想の誤差の経時変化をみていく。開催前年は〇・〇一三九、開催年は〇・〇一五三、開催翌年は〇・〇一一七となっている。決算説明会の開催年は、前年に比べて業績予想の精度が落ちているが、その翌年には業績予想の精度の向上が目に見える形で表れてきていることがわかる。

最後に、純利益予想のばらつきの経時変化をみていく。開催前年は〇・〇〇八五、開催年は〇・〇〇七一、開催翌年は〇・〇〇五六と、決算説明会を契機にアナリスト間の業績予想のばらつきが徐々に小さくなっている。

以上、企業特性の影響を考慮した本節の追加調査においても、決算説明会の実施は、アナリストカバレッジを高めること、アナリストの業績予想の精度を高めること、アナリストの業績予想のばらつきを抑えることを示した。

六、最後に

本稿は、二〇一二年から二〇一五年の東証一部に上場する企業を対象に、決算説明会の実施がアナリストカバレッジやアナリストの業績予想の内容に及ぼす影響について調査し、その結果を紹介してきた。個々の結果は、これまでと重複するた
めここでは割愛するが、総括として、決算説明会の実施は、アナリストにカバーされるという企業の立場においても、アナリストの業績予想を公表するアナリスト（あるいはその先にいる投資家）の立場においても、それぞれに大きな利点があることがわかった。

昨年、我が国にもフェアディスクロージャー・ルールが制定され、情報を発信する企業や情報を収集するアナリストは、従来のように個別に対面

して情報のやり取りをすることが難しくなってきた。こうした証券市場を取り巻く情報環境が大きく変容を遂げようとしているなか、決算説明会は、経営者とアナリストが当該企業の業績ならびに将来展望などについて直接的に意見交換を行う場として、今後一層その重要性が増していくことになるだろう。決算説明会の開始を検討している企業、あるいは廃止を検討している企業の皆様には、決算説明会には大変な時間も労力も要することは重々承知しているが、本稿が示すような利点が企業をはじめ、多くの利害関係者にもたらされることをご理解いただければ幸いである。

(注)

- (1) 日本IR協議会の「IR活動の実態調査(二〇一八年)」は、IR活動を実施する企業が高い水準で定着している理由として、日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの制定が影響していると言及す

- る。
- (2) 決算説明会の実施に関するデータは、各社の決算短信(株式会社プロネクサスの「企業情報データベースed」)より入手している。
- (3) 証券アナリストや機関投資家以外であっても、企業の経営陣とコミュニケーションをとる機会は増えつつある。例えば、公益社団法人日本証券アナリスト協会は、個人の投資家が開催企業の経営陣から事業内容や経営方針、業績の見通しなどを直接聞くことができる「個人投資家向けIRセミナー」を開催している。
- (4) 株式会社アイフィスジャパンの「コンセンサス・データ・サービス」は、野村證券、大和証券グループ、SMB C日興証券、三菱UFJモルガン・スタンレー証券、みずほ証券、岡三証券、いちよし経済研究所、東海東京調査センター、岩井コスモ証券、TIW、ゴールドマン・サックス証券、JPモルガン証券、ステイグループ証券、メリルリンチ日本証券、クレディ・スイス証券、ドイツ証券、UBS証券、マッコリーキャピタル証券、BNPパリバ証券、ジェフリーズ証券の計二二の証券会社が発行する調査レポートに基づいた集計データを提供している。
- (5) この期間に同一のアナリストによる予想が複数ある場合は、最新のものを用いてコンセンサス予想を算出している。

(参考文献)

Barron, E. O., O. Kim, S. C. Lim, and D. E. Stevens, (1998), "Using Analysts' Forecast to Measure Properties of Analysts' Information Environment", The Accounting Review 73(4), pp. 421-433.

(かとう まさひと・亜細亜大学専任講師
当研究所客員研究員)