

## 決算発表前の期間における投資家の期待修正に関する研究 —事前調整的な企業群(EarlyBirds)の存在について—

村上 敏也(慶應義塾大学大学院博士課程)

決算発表に対する市場の反応は発表前後の数日間にわたり観測され、半強度の効率的市場仮説が想定するほどは迅速ではなく、しかし一方で、考えられていたよりも早い時期に株価変化として現れる。これまで決算発表日を中心としたイベント・スタディにおいて累積異常リターン(CAR)として観測される決算発表前の株価変化は、インサイダーなど私的な情報を持つ一部の投資家による取引が原因であると考えられてきた。

しかし本研究の結果、2000～2009年の東証上場企業のうち決算発表(短信)よりも前の期間に投資家の主要な期待修正が完了する企業(仮に **Early Birds** と呼ぶ)の割合が、確率的なノイズ・トレーディングやインサイダーを含む私的情報に基づく偶発的な内部者取引によるものと考えられるには長期にわたり多数かつ安定的に存在することが明らかになった。また、事前調整的な企業群すなわち **Early Birds** の割合が、決算発表に含まれる利益情報の予測性の高さを根拠とする投資家の合理的な行動の結果である証拠を得た。

確かに投資家の期待修正行動の根拠としては様々な要因が考えられる。しかし本研究では決算発表前の期間において有意な株価変化となって現れる市場コンセンサスの存在に着目し、その要因として決算発表前に予測される財務情報の正確性に焦点を絞り、利益情報の予測性の高さが投資家の事前調整的な傾向に大きく影響することを実証している。また利益情報に対する予測性は、経営者と投資家のあいだにおける情報の非対称性が低いほど高いと考えられ、会計研究では利益の質の観点から議論される。こうした議論を踏まえ本研究においても利益情報について経常利益に代表される報告利益と営業キャッシュ・フローを比較してこれまでの会計研究の示唆に基づき分析している。

なお、本研究においては投資家の事前調整的な傾向を識別するにあたり、観測された有意な CAR についてその主要な株価変化を達成するのに要した時間(決算発表日 30 日前からの経過取引日数)で調整することで定量的な指標とする手法を用いている。その上で、ある企業年度が **Early Birds** であったかどうかを識別する 2 値の質的変数を被説明変数として、利益情報の予測性はじめ事前調整的な期待修正行動に関係すると思われる利益の成長性と安定性、業種・年度差の要因、決算発表のタイミングと集中度、営業キャッシュ・フローの安定性によって投資家の期待修正行動タイミングを説明する仮説モデルを構築し最尤法(MLE)によるロジット・モデルでの分析を行っている。

また、本研究では先行研究の成果を参照し、決算発表日前の株価変化と利益情報の予測性について公開情報と私的情報、情報の探索と解釈、将来価値のシグナル、思惑による売買ポジション、情報コスト、企業の情報環境と投資家の情報優位性、均衡価格と噂(rumors)、情報シンジケート、市場センチメント、疑似シグナル、ノイズ取引、試行錯誤的な価格発見、情報優位性を保つ動機、情報の非対称性、推定リスク、情報の量および質(正確性)、不確実性、市場のコンセンサス、事前情報量などの観点から議論している。