

決算発表前の事前調整的な期待修正 (EarlyBirds) と株価変化 (EarlyBirds, Not Speedy but Early Stock Price Movements)

村上敏也（慶應義塾大学大学院博士課程）

多くの先行研究が示すとおり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い。しかし一方で、考えられていたよりも早くすでに決算発表前の期間において株価変化として現れる。驚くべきことに本研究の結果、2000～2010 年の日本における東証上場企業のうち決算発表「前」の期間に投資家の期待修正が完了していると思われる企業 (EarlyBirds) が每期平均16% (160社) の割合で安定的に存在することが明らかになった。本研究ではこうした投資家の事前調整的な傾向を何らかのメカニズムによって生じるシステムティックな現象であると仮定して、決算発表期において投資家の意思決定タイミングに影響する諸要因を整理し相互作用を検証したうえで、情報開示の最適タイミングなどへの応用を指摘する。

本論文ではまず（１）インサイダー取引規制、（２）事前調整的な投資家の期待修正、（３）市場の情報効率性の観点から決算発表日前の期間における株価変化に関するいくつかの要因と、決算発表に対する投資家の事前調整的な傾向を観測する方法と観測された結果について報告する。次に「２．事前調整的な期待修正の特徴」について（１）決算発表タイミングと集中化、（２）投資家の期待修正タイミングの観点から関連する議論を概観し、「３．企業および産業の要因」について（１）企業の特徴、（２）産業の特徴をまとめる。これら議論から決算発表日前の事前調整的な投資家の行動に関する要因を推測し、「４．ロジットモデルによる事前調整的傾向の分析」により（１）リサーチデザインおよびデータ、（２）検証結果を説明し要因の相互作用を調整した上での影響を確認する。最後に「５．結論」として投資家の事前調整的傾向が非合理的な投機行動の結果ではなく、決算発表に含まれる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ことを示し、投資家の意思決定タイミングとその要因を認識することがディスクロージャーの最適なタイミングを検討するうえでも有益であることを指摘する。

確かに決算発表期の情報に基づく投資家の期待修正行動に関しては、これまで様々な要因が個別に議論・蓄積されてきた。しかし決算発表の前の期間に注目しこれら要因の影響を相互作用まで含めて総合的に確認しようとする試みはこれまで必ずしも多くはない。特に決算発表前後の期間を比較して投資家の期待修正がより事前調整的であった企業群 (EarlyBirds) を定量的に識別し、関連する諸事項の調査によって要因の可能性を整理することでその現象が生起するメカニズム解明への足がかりを提供したことに本研究の貢献はある。またイベントスタディという極めて一般的な分析手法を応用し、簡便に意思決定タ

タイミングの比較分析に取り組む方法を提案している点にも特徴がある。本研究で概観したとおり、投資家の事前調整的傾向は非合理的な投機行動や偶発的な事象の結果ではなく、決算発表に含まれる情報ないしは将来業績の予測性を根拠とする投資家の合理的な行動の結果である。メカニズムこそ未だ明確にはされていないが、投資家と企業が直面する情報環境の違いを反映してシステムティックに投資家の期待修正タイミングが前倒しになり、事実EarlyBirds として定義した現象として毎年安定して存在し続けているのである。

さらに、本研究が取り扱う決算発表期における投資家の事前調整的な期待修正行動は、投資家の意思決定タイミングを認識しそのタイミングに影響する要因とメカニズムに対する理解を深めることを本質としている。すなわち、情報を提供する側にとっても利用者に最大限有効に情報を活用してもらうため、たとえばディスクロージャーの最適タイミングとして研究の成果を活用することができる。最適タイミングに関する具体的な分析は本論文の範囲を超えるが、少なくとも平均的な企業年度の傾向として決算発表日を起点とする10 日前後の短期間かつ数度のタイミングにおいて主要な期待修正が行われることが確認された。中でも規模の小さい企業ほど自社の情報開示タイミングだけではなく開示時期が先行する他社の動向を確認し、適切な対処をしていくことが有益な情報環境構築のため望ましい。特に利益数値の変動性が本質的に高い場合や損失計上するなど投資家の不透明感を増長する可能性がある場合には、情報開示の前の段階ですでに投資家が期待修正を終息させてしまう可能性があることを理解し速やかな対応が必要と言える。また、投資家が事前調整的となる要因については更に具体的な年度、業種、企業の質的研究を通じて一層の成果が期待できるものとする。本研究はまだまだ始まったばかりであり、研究の手法としても内容としても益々の精緻化と改善の議論を要するが、今後の成果と応用が期待される。