

マーケットにおけるメディアの影響力

～決算報道の論調と株価動向のイベントスタディ～

黒田明彦

(株)電通パブリックリレーションズ

要旨：ユーゲン・ファマの定義する効率的市場では、投資家の合理的活動により、証券価格は常に過去のあらゆる情報を反映し、新たな情報は瞬時に価格に織り込まれるとされている。3月決算の企業の決算発表の内容は様々なメディアに取り上げられるが、特異なケースとして新聞による決算情報の先行報道がある。決算発表の数字は企業側が開示する正確な情報であり、開示規則に則って市場に同一時間に広く公開されるが、新聞の先行報道は、企業側が正式には認めていない不確かな情報である。この二つの情報(正確な情報と不確かな情報)が株式市場に与える影響をイベントスタディによって検証することにより、メディアのマーケットへの影響力の考察を行う。

論文履歴 (学会誌委員会にて記入)

初稿受理日：2018年9月18日

改訂稿受理日：2019年5月31日

掲載確定日：2019年6月2日

キーワード

パブリックリレーションズ

ステークホルダー

インフルエンサー

効率的市場仮説

イベントスタディ

1、研究の目的

PRとは、企業を取り巻くすべてのステークホルダーと、相互に利益のある関係を構築することである。その対象は株主・投資家はもとより、顧客、取引先、従業員、地域社会と幅広く、情報の伝達にあたっては、マスメディアやインターネット、専門家やアナリストなどのインフルエンサーによる情報流通から直接対話まで様々な手法が活用される。伝えられる情報も財務情報から非財務情報まで、また企業の正式発表からネット上の風評まで様々であり、これらの玉石混合の情報をベースに企業とステークホルダーの関係構築が行われている。とりわけ株式市場においては、多くの投資家は日々接する様々な情報を取捨選択し、自らの判断を基に株式の売買が繰り返される。企業から株主・投資家に直接発せられるIR情報はもちろんであるが、メディアやネット、オピニオンリーダーを通じて届けられる様々な情報が株主や投資家の判断に影響を与え、株価にも影響していると考えられる。本稿では、これらのインフルエンサー(特にメディア)による情報の流通がステークホルダー(特に株主・投資家)にどの程度の影響を与えているかを検証する。

2、ステークホルダーとインフルエンサー

2-1 ステークホルダーとインフルエンサー

Cutlip, Center, & Broom (2006) はパブリックリレーションズの対象たるパブリックは、ステークホルダー(利害関係者)によって構成されるとしている。企業経営における主な利害関係者として Freeman (2007) は、株主・投資家、従業員、取引先、顧客、地域社会(政府・自治体)を挙げている。これらは企業と直接的に何らかの契約を結び、金銭のやり取りがある、まさに直接的な利害関係者である。本稿ではこのステークホルダーを「直接的利害関係者」と呼ぶ。そして直接的利害関係者の周囲には将来関係者になる可能性のある人や間接的な利害を持つ人たちがいる。たとえば、今後投資や融資をするかもしれない投資家や金融機関、今後就職するかもしれない学生や退職したOB、今後取引をするかもしれない業界関連企業、今後顧客となるかも知れない消費者、そして地

著者連絡先 (kuroda@dentsu-pr.co.jp)

域社会を構成する住民たちである。さらに NGO や NPO、労働団体や業界団体、消費者団体などそれぞれのステークホルダーの利害を代弁する組織がその周辺にあり、「直接的利害関係者」の代理人と捉えることができる。これらを本稿では「間接的利害関係者」と呼ぶ。

最も良く引用されるステークホルダーの定義として Freeman (1984)による「その組織体の目標達成に影響を及ぼすことができるか、もしくは、それによって影響を被るか—いずれかの集団または個人」がある。広報実務においては、ステークホルダーにメディアやオピニオンリーダーを含める。これらのグループは必ずしも企業と直接取引(契約)関係がある訳ではなく「利害関係者」とは捉えづらい。利害関係者とは、最も狭くは、契約の結果、企業に対して影響を与え、そして影響を受ける人々である。メディアやオピニオンリーダーはもっぱら企業に対して影響を与える人々であり、Freeman (2007)に従えばステークホルダーの一員と言える。しかし、直接・間接の利害関係者とは区別するため、本稿においては、影響力を有する人の意味で「影響力保有者」＝「インフルエンサー」と呼ぶ。

近年インターネット上でブログを公開し、SNSでの発言によって、多くの人々の購買行動に影響を与える人たちがインフルエンサーと呼ばれている。しかし古くから社会や世論に影響力を持っているオピニオンリーダーやメディアの存在がある。本稿ではインフルエンサーを広く捉え、このオピニオンリーダーとメディアを合わせてインフルエンサーと定義する。オピニオンリーダーには、学者、評論家、専門家や研究機関、アナリスト、シンクタンク等があり、メディアを通じて影響力を行使する。メディアは従来の新聞、雑誌、テレビ、ラジオに加えて、前述の通りネットメディアやブログ、SNS等がある。

前出の直接的・間接的ステークホルダーと企業の関係に、インフルエンサーが情報を流通させ影響を与えることによって、さらにその周辺の、金融界、労働界、産業界、一般生活者、国や地域・地方、といった層との関係が形成されていくと考えることができる。これらの総体を本稿ではパブリックと呼ぶ。

2-2 PRに関する考察

Freeman (2007)は、経営者とステークホルダーとの関係構築において、4つのアプローチがあるとしている。

- ①無視（意図的ではないが、安易に特定のステークホルダーが無視される）
- ②暗黙的交渉（ステークホルダーの立場を考慮に入れるが、直接の交渉はしない）
- ③直接的交渉（直接の接触、直接の交渉による、対等な意見交換が関係性を構築する）
- ④PRアプローチ（世論形成者たちとのコミュニケーションを用い、ステークホルダーとの相互作用を起こす）

PRアプローチでは、前出の暗黙的・直接的なステークホルダーと企業の関係に世論形成者であるインフルエンサーが情報を流通させ影響を与えることによって、第三者視点が加わった利害調整や関係構築がなされる（図1）。

既述のように、Cutlip et al. (2006)によるPRの定義は、「組織（経営者）とパブリック（ステークホルダー）の間での相互に利益のある関係を構築し、維持するマネジメント機能」であるから、上記の②～④が広義のPR活動といえる。①無視は、特定のステークホルダーとの関係構築を図っていないとはいえない。②暗黙的交渉は、積極的にステークホルダーとの交渉はおこなわないが、立場を考慮するなど消極的な関係構築をおこなっている。③直接的交渉は、投資家や従業員、取引先企業、そして顧客などの個別ステークホルダーとの意図的で直接的な相対交渉によって利害調整や関係構築を行うことを意味する。④PRアプローチは、暗黙的交渉や直接的交渉に世論形成者であるインフルエンサーが介在し、あらゆるステークホルダー間に情報を流通・伝達させる。これは第三者視点を加えることで、ステークホルダー間の調整や関係構築がなされることを意味する。

企業の広報部門はメディアを対象とした情報提供を実務の中心としている。したがって、PRアプローチは広報実務における最も典型的なPR活動の手法といえる。個別ステークホルダーとの直接交渉は、双方の利害が前面に出ることになり、経済的な力学による交渉となり、最適な利害調整を阻害する可能性がある。第三者であるインフルエンサーの関与により、直接交渉による双方の利害対立に新たな視点を見出すことも可能となるし、他のステークホルダーの利害をも勘案した包括的な利害調整や関係構築が行われる可能性もある。

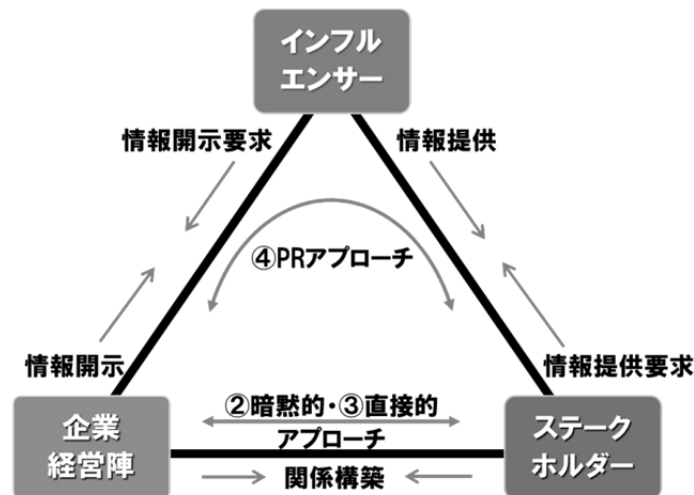


図1 PRアプローチ

出典：筆者作成

3、市場に対するインフルエンサーの影響力

3-1 効率的市場仮説と新聞報道

Fama (1970) の定義する効率的市場は証券価格が利用可能な情報を完全に織り込む市場とされている。効率的市場では、投資家の合理的活動により、証券価格は常に過去のあらゆる情報を反映し、新たな情報のみが価格変動の要因となる。しかも新たな情報は瞬時に価格に織り込まれるので、過去の情報は役に立たないとされている（亀川, 2009）。上場企業においては所有と経営が分離し、経営者と株主・投資家の間には情報の非対称性が存在する。株式市場にもその非対称性が反映される。情報は偏在し不十分であるから、市場の参加者は超過利潤を得るためにあらゆる情報を収集し、分析し、将来キャッシュフローの確からしさを評価しようとする。その評価に大きな影響を及ぼすのが PR 活動におけるインフルエンサー、特に日本経済新聞（以下日経新聞）に代表されるメディアの論調であると考えられる。

3月決算の企業の決算発表は4月から始まり5月の連休明けにピークを迎える。情報開示は通常、証券市場が閉まった15時以降に行われる。東京証券取引所のTDnetに開示され、取引所の記者クラブ「兜クラブ」にて資料が配布される。その後クラブでの記者説明、アナリストへの説明会が順次行われる。これらの決算発表の内容は、直ちにネット上で拡散するとともに、さまざまなメディアに取り上げられ、事前の予想との比較や今後の予想の上げ下げによって株価にも影響を与える。

これらの決算発表において特異なケースとして、一部の新聞による決算情報の先行報道がある。そのほとんどは日経新聞であり、企業の側が漏らしたケース（いわゆるリーク）と新聞記者の取材によって明らかにされたケース（いわゆるスクープ）がある。報道においては情報源の秘匿の原則があり情報提供者が明らかにされることはないが、概ね正確な情報（数値）が掲載される。日経新聞は証券市場の関係者から広く注目されており、株価に対して一定の影響力を持っていると考えられる。

決算発表の数字は企業側が開示する正確な情報であり、開示規則に則って市場に広く一斉に公開されメディアでも報道される。しかし日経新聞の先行報道は、企業側が正式には認めていない不確かな情報でありメディア単独の報道である。この二つの情報が株式市場に与える影響をイベントスタディによって検証することにより、メディアのマーケットへの影響力の考察を行う。

3-2 新聞報道とイベントスタディ

効率的市場仮説において提供される情報と株価の関係を論じ、情報の非対称性がマーケットにそのまま反映される状況などを考察する際には、イベントスタディの分析手法が多く使われている。先行研究においては企業の合併・買収、決算発表、増配・減配、株式や債券の新規発行などをイベントとして設定し、そのイベントが市場に与える影響を分析している。北見(2010)や青淵(2011)のように企業の不祥事が企業価値に与える影響を論じるケースもあれば、高橋(2015)のように配当やM&Aの影響を考察するものもある。藤村・酒井・増山(2009)のように、新聞報道において、企業業績要因がどのような文脈で書かれているかに注目し、その分類と株価への影響の関連を論じたものもある。

イベントスタディにおいては、まずイベントがなかったと仮定した場合の株価の推移、期待収益率を推定する。期待収益率の推定には標準的なマーケット・モデルを用いる¹⁾。

企業 i の収益率は以下のように推定される。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} : 企業 i の t 期における収益率

R_{mt} : t 期におけるマーケット・インデックスの収益率

ε_{it} : 誤差項

この式を用い、イベント日より以前の推定期間（推定ウィンド）における企業 i の日次ベースの収益率とマーケット・インデックスの収益率から、単回帰分析で個別企業の切片 α_i と係数 β_i を求める。この α_i と β_i を用いてイベント日前後数日間（イベントウィンド）の期待収益率（イベントがなかったと仮定した場合の収益率）を求める。実際の収益率と期待収益率の差を超過収益率（AR : abnormal return）とし、この超過収益率をある期間累積した値を累積超過収益率（CAR : cumulative abnormal return）とする。

また、個別企業について求められた超過収益率 AR を、イベントウィンドの各日 t において横断的に集計しその平均値を求める。この値は平均超過収益率（AAR : average abnormal return）となる。さらにこの平均超過収益率 AAR を累積した値は累積平均超過収益率（CAAR : cumulative average abnormal return）となる。

対象 : 2014 年から 2017 年の 4 年間、3 月決算の東証一部上場企業のうち、4 月 1 日から 5 月 15 日までの間に日経新聞本紙で決算情報が先行報道された企業（決算の締め日である 3 月末日翌日以降を対象）

推定ウィンド : 各年度の第 4 四半期（1 月 4 日～3 月 31 日）

イベントウィンド 1 : 先行報道日の前 3 営業日～後 5 営業日

イベントウィンド 2 : 決算発表日の前 3 営業日～後 5 営業日

分類 : 決算発表において対前年比で、増収・減収、増益・減益

事前の決算予想に対して、売上が上振れ・下振れ、利益が上振れ・下振れ

先行報道の見出しがポジティブ・ネガティブ・ニュートラル

※マーケット・インデックスは TOPIX（東京株価指数）の終値を使用²⁾

検証するポイントは以下の通りである。

- ①日経新聞の先行報道によって株価が変動すれば、市場は日経新聞の情報を受け入れている。
- ②日経新聞の先行報道による株価変動の後、企業の正式な決算発表による株価変動が再び起これば、先行報道は完全なマーケットのコンセンサスとはなっていない。
- ③日経新聞の先行報道において、決算数字の見込みに比べ論調による株価変動がより有意であれば、新聞論調は市場への影響力がある。

¹ イベントスタディについては、Campbell, Lo & Mackinlay(1993)を参照。

² TOPIX 及び個別企業の株価(終値)は Yahoo!ファイナンスより抽出し、収益率を計算した。

3-3 検証結果

2014年から2017年の各年において、4月1日から5月15日までに日経新聞本紙で決算情報が先行報道された企業は228件³⁾であった。228件の内、各年の増収減収、増益減益、予想差の内訳は表1の通りであった。なお最も早い先行報道は4月1日（決算発表は5月10日）、最も遅かった先行報道は5月13日（決算発表も5月13日）であった。新聞報道は当日の朝刊、決算発表は当日の15時以降であったため、二つのイベントが同日であっても、その日のマーケットにおいては、新聞による先行報道があり正式な決算発表はまだの状態であったことになる。新聞の先行報道による株価の累積超過収益率平均について、報道は0日の朝刊であるため、-1日から0日への変化（いずれも終値ベース）が、新聞の先行報道の影響を表している。

決算が増収か減収か、増益か減益かで企業群を分けて、累積超過収益率平均の変動を見てみると以下の図のようになる。左側は先行報道のあった時点での累積超過収益率平均（CAR1）の推移、右側はその後、決算発表をした時点での累積超過収益率平均（CAR2）の推移である。（図2、図3）

表1 先行報道のあった企業の収益状況 1

| 年度 | 対象企業数 | 前年に対して | | | |
|------|-------|--------|----|-----|----|
| | | 増収 | 減収 | 増益 | 減益 |
| 2014 | 37 | 35 | 2 | 24 | 13 |
| 2015 | 53 | 42 | 11 | 35 | 18 |
| 2016 | 79 | 54 | 25 | 53 | 26 |
| 2017 | 59 | 27 | 32 | 43 | 16 |
| 合計 | 228 | 158 | 70 | 155 | 73 |

(件)

出典：日経テレコンより注3の方法で抽出した記事を集計し筆者制作

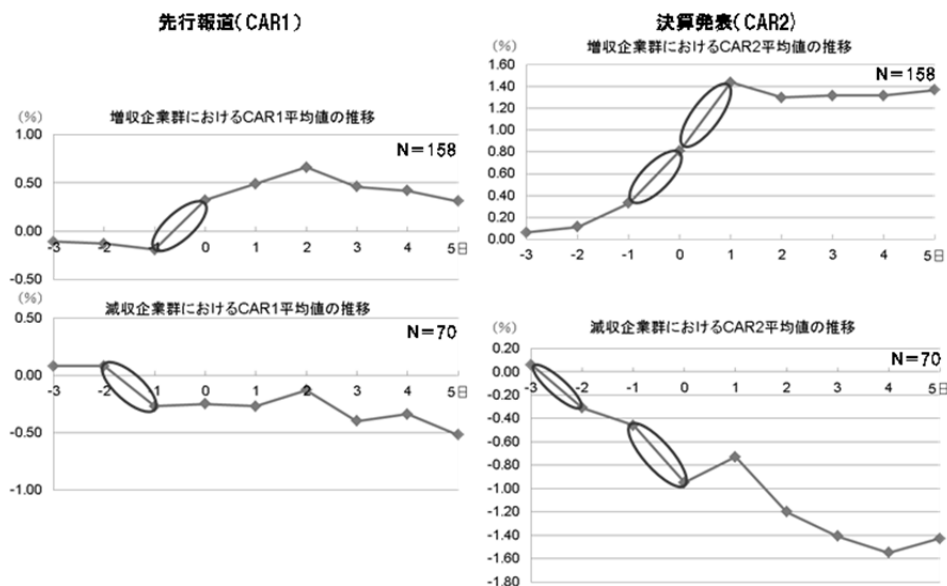


図2 増収減収における株価の推移

注) グラフ上の楕円印はARのt検定における5%有意を示している。
 グラフは、株価の推移を視認するため、AR（超過収益率）の累積値であるCARを示した。
 楕円印は、報道記事による影響がどの時点で有意に現れているかを示すため、ARにて示した（以下同様）

出典：アペンディックス表4 増収・減収企業の検定より筆者制作

³⁾ 228件は、当該期間内の日経新聞の記事から「(決算数字が) ○○であることがわかった」「○○のようだ」「○○になりそうだ」との表現を抽出し、報道時点で企業からの開示がなされていないことを確認した。

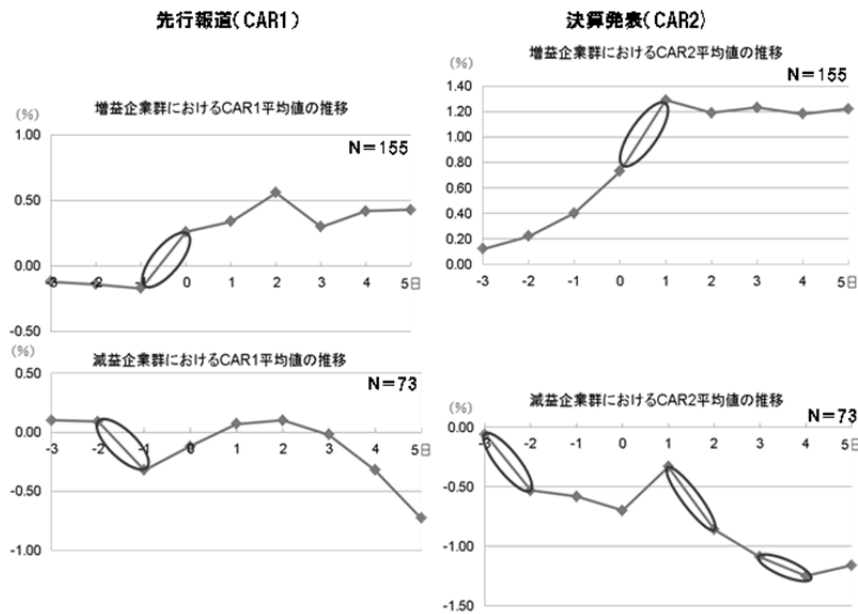


図3 増益減益における株価の推移

出典：アペンディックス表5 増益・減益企業の検定より筆者制作

増収・増益企業は先行報道において-1日から0日にかけてプラスに反応している。それに対して減収・減益企業は先行報道において-2日から-1日にかけてマイナスに反応している。マイナス情報に関しては、先行報道の1日前にすでに情報が市場に影響を与えていることになる。

増収・増益企業は決算発表において-1日から+1日にかけてプラスに反応している。それに対して減収・減益企業は決算発表において-3日から-2日にかけてマイナスに反応しその後も断続的にマイナスに反応している。マイナス情報に関しては、決算発表の2日前にすでに情報が市場に影響を与えていることになる。

次に事前の売上げと純利益の予想値に対して決算が上振れか下振れかで企業群を分けて、累積超過収益率平均の変動を見てみると図4、図5のようになる。左側は先行報道のあった時点での累積超過収益率平均の推移、右側はその後、決算発表をした時点での累積超過収益率平均の推移である。（表2、図4、図5）

表2 先行報道のあった企業の収益状況2

| 年度 | 対象企業数 | 予想数値に対して売上げ | | | 予想数値に対して利益が | | |
|------|-------|-------------|-----|------|-------------|-----|------|
| | | 上振れ | 下振れ | 予想なし | 上振れ | 下振れ | 予想なし |
| 2014 | 37 | 22 | 11 | 4 | 24 | 11 | 2 |
| 2015 | 53 | 22 | 24 | 7 | 32 | 14 | 7 |
| 2016 | 79 | 32 | 44 | 3 | 50 | 25 | 4 |
| 2017 | 59 | 25 | 31 | 3 | 41 | 17 | 1 |
| 合計 | 228 | 101 | 110 | 17 | 147 | 67 | 14 |

(件)

出典：日経テレコンより注3の方法で抽出した記事を集計し筆者制作

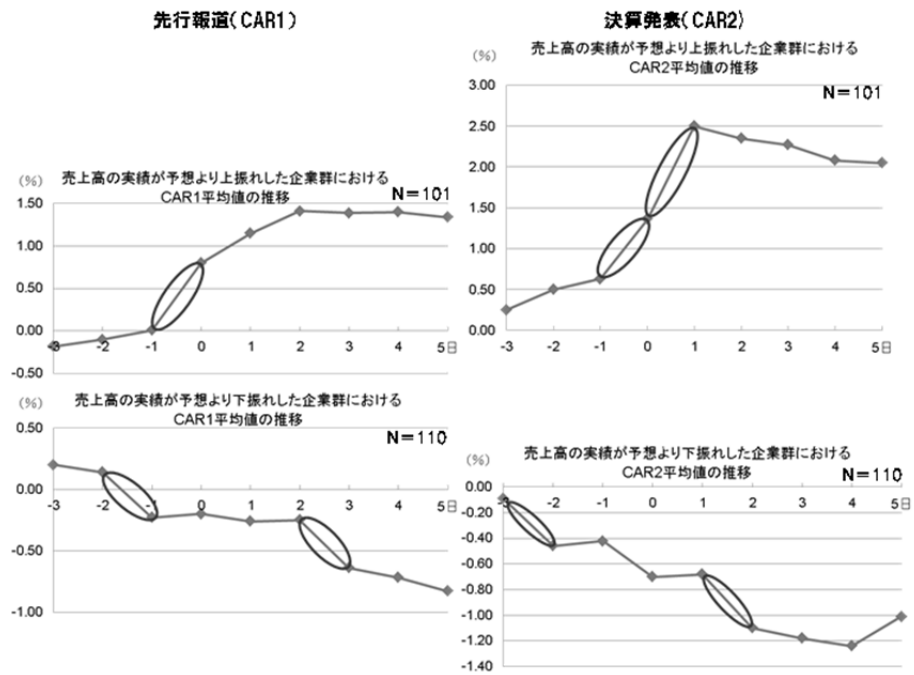


図4 予想値に対して売上げが上振れ・下振れにおける株価の推移

出典：アペンディックス表6 売上上振れ・下振れ企業の検定より筆者制作

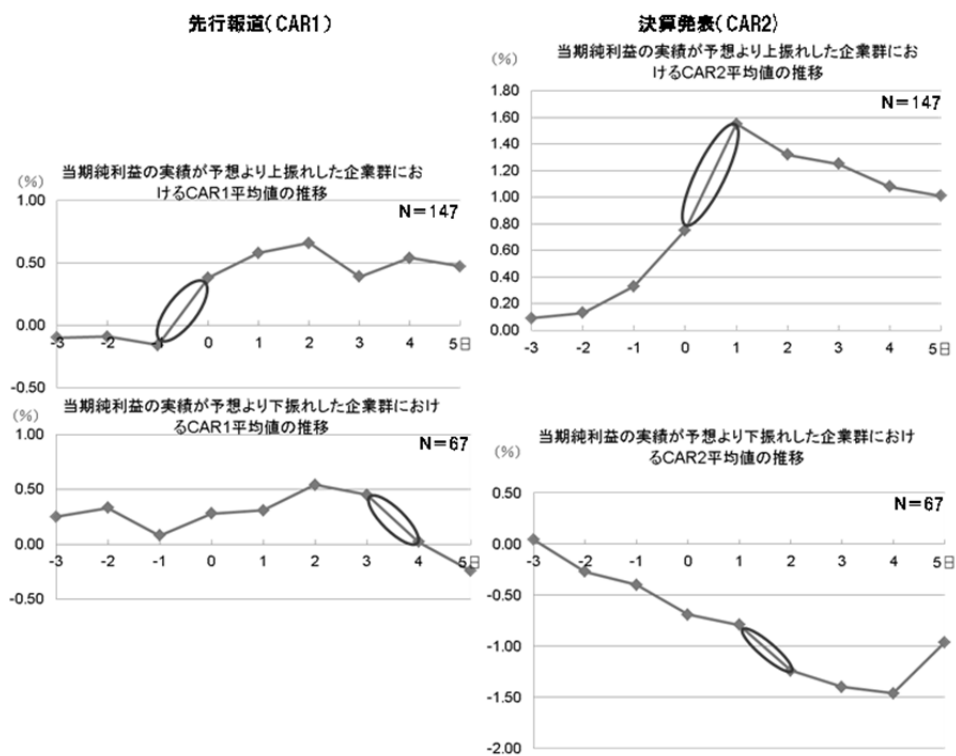


図5 予想値に対して純利益が上振れ・下振れにおける株価の推移

出典：アペンディックス表7 純利益上振れ・下振れ企業の検定より筆者制作

売上・利益の上振れ企業は先行報道において-1日から0日にかけてプラスに反応している。それに対して下振れ企業は先行報道において-2日から-1日、+2日から+3日、+3日から+4日にかけてマイナスに反応している。マイナス情報に関しては、先行報道の前からすでに情報が市場に影響を与えていることになる。またマイナスの先

行報道に関しては、市場の反応が一様ではなく、明確なマイナスの反応とは言い難い。

売上・利益の上振れ企業は決算発表において-1日から+1日にかけてプラスに反応している。それに対して下振れ企業は決算発表において-3日から-2日、+1日から+2日にかけてマイナスに反応している。その後も断続的にマイナスに反応している。マイナス情報に関しては、決算発表の2日前にすでに情報が市場に影響を与えていることになる。

最後に、先行報道における論調に注目をして分類を行った。新聞報道の見出しには「〇期連続最高益」「値上げ進み採算改善」などポジティブな表現や、「一段と業績悪化」「予想減益幅が拡大」などネガティブな表現があり、決算の印象を大きく左右している。新聞記事の場合、決算に関わる数値的な情報に加え、その背景や今後の見込みなどが記載される。そして記事の論調を明確に現しているのは見出しである。たとえ両論併記が新聞報道の基本であったとしても、見出しにはどちらか一方の主張が反映され、それがその記事の論調を明確にしている。当該記事の見出しに注目し、ポジティブ、ネガティブ、ニュートラルを判別し⁴⁾、集計を行った。単純に決算見込みを「増益」「減益」などと述べている見出しはニュートラルとし、決算数字以外の情報である「来期は回復見込み」「構造改革進む」などの見出しはポジティブ、「市況の悪化厳しく」「迷走する戦略」などの見出しはネガティブとした。228件の内、ポジティブ記事は171件、ネガティブ記事は49件、ニュートラル記事が8件であった。（表3、図6）

表3 ポジティブ記事、ネガティブ記事の内訳

| 年度 | 対象企業数 | ポジティブ | ネガティブ | ニュートラル |
|------|-------|-------|-------|--------|
| 2014 | 37 | 30 | 5 | 2 |
| 2015 | 53 | 39 | 13 | 1 |
| 2016 | 79 | 56 | 20 | 3 |
| 2017 | 59 | 46 | 11 | 2 |
| 合計 | 228 | 171 | 49 | 8 |

(件)

出所 日経テレコンより注3、注4の方法で抽出した記事を集計し筆者制作筆者制作

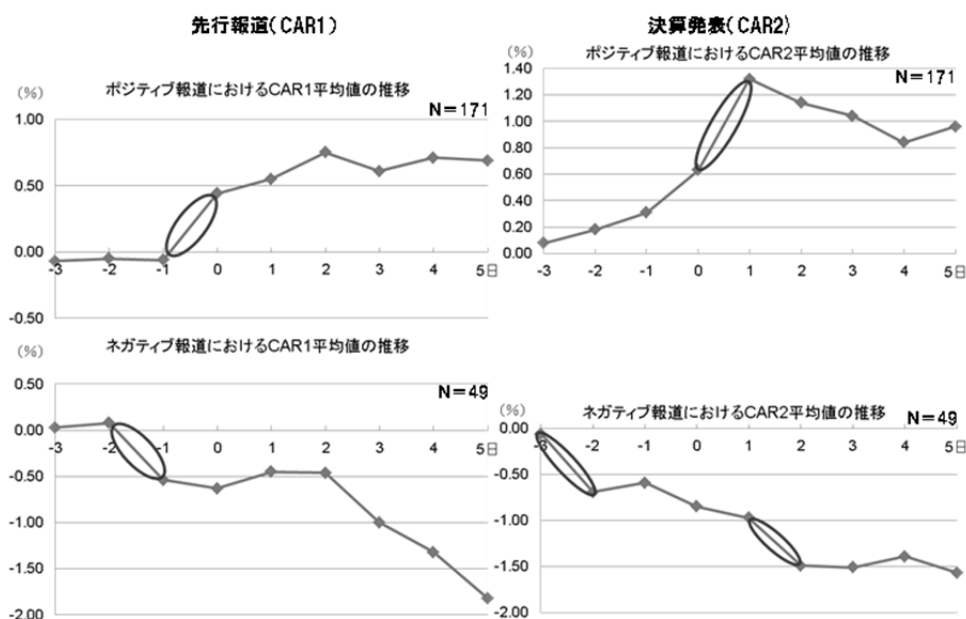


図6 記事見出しのポジティブ・ネガティブにおける株価の推移

⁴ 広報業務に携わる協力者（現役のPR会社社員3名）による合議によって見出しをポジティブ、ネガティブ、ニュートラルに判別した。

新聞の先行報道による株価の累積超過収益率（CAR1）平均は、ポジティブ報道においては-1日から0日でプラスに反応しているのに対して、ネガティブ報道においては-2日から-1日でマイナス方向へ反応している。実際の決算発表の際の累積超過収益率（CAR2）平均はポジティブ企業の決算発表においては0日から+1日に大きくプラスに反応しており、ネガティブ企業の決算発表においては-2日と+2日にマイナスに振れている。

先行報道において、減収・減益や、予想よりも利益が下振れのケースでは、株価の低下が明確には確認されなかったが、ネガティブ論調の時には比較的はっきりとマイナス傾向が見てとれる。新聞の論調のほうが数字予想よりも株価への影響が強いことが伺われる。そこで、最後に数字予想と論調が逆転しているものを抽出した。減益予想だがポジティブ論調のものが33件あり、これらについてイベントスタディをおこなった。なお増益だがネガティブ論調のものは13件で検証にいたらなかった。（図7）

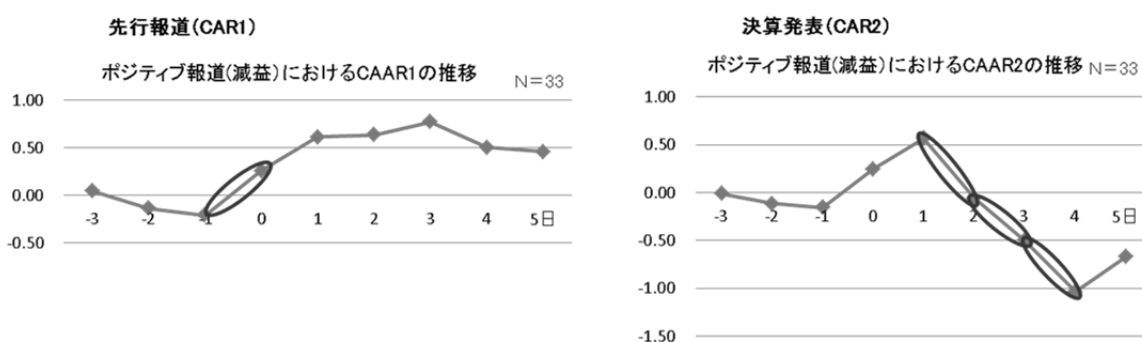


図7 減収で記事見出しポジティブにおける株価の推移

注) グラフ上の楕円印はARのt検定における10%有意を示している。

出所 アペンディックス表 9 ポジティブ報道(減益)企業の検定より筆者制作

減益でありながら論調がポジティブな企業について累積超過収益率（CAR1）平均を見てみると-1日から0日にかけてプラスに反応している。多くの報道が「営業利益は増加見込み」「来期は増収見込み」や「減益だが増配検討」などの見出しになっている。これらのポジティブ論調が決算数字のマイナスを上回って株価にプラスの影響を与えていることが想定される。

4、まとめ

検証のポイントの一つ目は、「日経新聞の先行報道によって株価が変動すれば、市場は日経新聞の情報を受け入れている」である。先行報道に対して、増収、増益、売上の上振れ、純利益の上振れ、ポジティブ論調、いずれの企業群も-1日から0日において有意にプラス反応した。新聞報道は0日の朝刊であり0日の超過利益は終値をベースとしていることから、新聞報道の影響がそのまま市場に現れているといえる。市場は新聞報道の影響を受けているといえる。一方、減収、減益、売上の下振れ、ネガティブ報道については、いずれの企業群も-2日から-1日において有意にマイナス反応した。マイナス情報に関しては、先行報道の1日前にすでに情報が市場に影響を与えていることになる。これはアナリストによる「プレビュー取材」と呼ばれる行為の影響とも考えられる⁵⁾。

⁵⁾ 日本証券業協会(2016)のガイドライン(概要)1ページに、「一部の協会のアナリストにおいて、未公表の決算期の業績に関する情報を取得するための発行体への取材等（いわゆる「プレビュー取材」等）をして、その情報を特定の投資家に伝達する行為（いわゆる「早耳情報」の提供）が行われている」と検討開始の背景が記述されている。

今回の調査対象の2017年までは、アナリストによる「早耳情報」が一部の投資家に伝わり市場に織り込まれた後に、日経新聞の先行報道があった可能性が考えられるが、2018年以降は禁止されている⁶⁾。

減収、減益、売上の下振れ、ネガティブ報道の全てのケースで新聞報道直後の0日において有意な変化は見られない。真壁(2010)によれば、一般に株式売買において個人投資家は「損切り」が苦手であり、マイナス情報に触れても売る機会を逸してしまう傾向があるとしている。これは行動経済学のプロスペクト理論として知られている。人間には「自分に有利な場面ではリスクを避けて、自分に不利な場面ではリスクをとることを好む」という性質があるからである。すなわち人は目の前にある確実な利益を優先する一方で、損失を目の前にするとそれから逃れることを優先するため、マイナス情報の新聞報道に触れてもそれが確かではない（企業が正式に発表した情報ではない）として、判断を保留していることが想定される。行動経済学においては個々人の経済行動について論じられており、組織行動には当てはまらない。したがって、日経新聞の先行報道に対して株式売買の判断を保留しているのは、主に個人投資家であるものと考えられる。一方、アナリストからの早耳情報を得るのは機関投資家やヘッジファンドが中心と考えられる。

二つ目のポイントは、「日経新聞の先行報道による株価変動の後、企業の正式な決算発表による株価変動が再び起これば、先行報道は完全なマーケットのコンセンサスとはなっていない」である。正式発表に対しては、増収、増益、売上の上振れ、純利益の上振れ、ポジティブ論調、いずれの企業群も0日から+1日において有意にプラス反応した。決算発表は当日の15時以降が通常であるから、企業の発表内容に的確に反応しているといえる。そしてこれらの企業群は-1日からプラスに反応している傾向が見られる。一方、減収、減益、売上の下振れ、純利益の下振れ、ネガティブ報道については、いくつかの企業群で-3日から-2日において有意にマイナス反応した。また0日から+1日においては有意な反応はないが、+1日から+2日において有意なマイナスの反応がみられる。これらは正式発表の前後に市場がマイナス情報を織り込み始めているといえる。先行報道もあり、思惑による取引が正式発表を前に活発化する、あるいは発表の後にマイナス情報の影響を確認しながら取引しているものと考えられる。いずれにしても、決算報道に対する反応は先行報道と同じ反応を示している。

そして決算発表に関しては、プラス・マイナスいずれも、株価の累積変動は1~2%程度の値を示している。それに対して先行報道の場合は概ね0.5%程度の累積変動であることから、正式発表による変動は明らかに大きく、先行報道の影響力は限定的であったといえる。これは先行報道が完全なマーケットのコンセンサスとはなっていないことを示している。先行報道は個人投資家など一部の層が限定的に反応していると推察される。一点留意しなければならないのは、日経新聞の特徴として、先行報道においては営業利益を重視した記事となり、決算報道においては純利益を重視した記事となる傾向がある⁷⁾。したがって、双方の報道論調は一樣とは限らない。

三つ目のポイントは、「日経新聞の先行報道において、決算数字の見込みに比べ論調による株価変動がより有意であれば、新聞論調は市場への影響力がある」である。検証の結果、先行報道のポジティブ論調・ネガティブ論調によって、株価への影響もプラス・マイナスが明確に出現した。決算数字がマイナスであっても論調がポジティブな場合は、論調による影響が強く株価はプラスに変動することが確認された。企業価値の算定法として最も一般的なDCF法においては、企業の現在価値は将来キャッシュフローを資本コストで割り引くことによって計算される。将来キャッシュフローは、今後の企業の経営活動の予想される成果であり、資本コストは企業に期待される収益率である。その企業の経営活動に対してリスクを勘案し、この事業ならこの程度の収益がほしいと資金提供者が求める利率である。将来キャッシュフローも資本コストも、いずれも将来に対する予想であり期待である。決算数字は過去および現在の企業業績を表すものであり、将来を勘案してはいない。新聞論調は将来を予想

⁶⁾ 2017年5月に成立した改正金融商品取引法により、上場企業に公正な情報開示を義務付ける「フェアディスクロージャールール」が2018年4月1日から適用される。これにより、企業がアナリストや機関投資家に未公開の重要情報を伝達する場合には、同時にホームページなどで公表しなければならない。（日経ヴェリタス2018年2月25日46P）

⁷⁾ 先行報道では228件中176件が営業利益に関するもの、決算報道では228件全てが純利益に関するものであった。

し期待値を図るための材料といえる。したがって、観察される株価の変動は新聞論調を基にした将来予測と期待の変化の現れと捉えることができる。

以上の結果から、日本経済新聞に代表されるメディアは証券市場に一定の影響力を持っていることが分かる。特にその影響力は個人投資家に対してのものといえる。そのため、株価の上昇要因に対しては敏感だが下落要因に対しては鈍感な反応となっている。正式な決算発表がなされた場面では個人投資家以外の市場全体に対して影響が及び、反応が起こるため変動率も先行報道より大きなものとなることが伺われる。そして個人投資家にとっては、決算数字そのものより日経新聞の論調が大きな影響を及ぼしていることが分かる。これは個人投資家が得られる情報が機関投資家に比べて限定的であり、企業業績の将来予想や期待収益率の算定を、日経新聞などの専門メディアの論調に頼っていることが推察される。

上場企業のPR活動においてはインフルエンサーが重要な役割を果たす。PRアプローチとは、ステークホルダーと企業の関係に、世論形成者であるインフルエンサーが情報を流通させ影響を与えることによって第三者視点に加わった利害調整や関係構築がなされることである。新聞報道によって証券市場は様々な影響を受ける。従って企業が正しい情報を適切なタイミングで開示することがPRの大前提となる。2018年4月以降は、金融庁によるフェアディスクロージャーールの導入により、より公平で公正な情報開示が求められている。日経新聞の先行報道は情報開示ルールに則ったものではない。企業側は決算情報を適切に開示すると共に、自社の成長戦略やリスクを丁寧に説明することが重要である。企業は機関投資家に対しては直接的な関係構築を行い十分な情報提供を行うが、個人投資家に対して直接的な関係構築は難しく暗黙的な関係構築をとることになる。機関投資家に比べれば十分な情報を得ることができない個人投資家にとっては、メディアの論調は重要な情報源となる。企業は個人投資家に対する情報提供の手法としてPRアプローチを積極的に活用すべきであり、メディアを活用することにより、株主・投資家間の情報の非対称性を低減することに注力すべきである。その際、重要なのは単発の報道内容に一喜一憂するのではなく、長期的視点にたった自社の経営戦略への理解を促すべく、メディアに対しても丁寧な説明を行い、より適切な報道を促すことを心がけるべきであり、そのことが長期的な企業価値の向上につながるものと考えられる。

最後に本研究の限界として、フェアディスクロージャーールの導入前にはいわゆる「早耳情報」があり、それが日経新聞の先行報道に繋がった可能性について述べているが、その実態については明確にできていない。また導入後の先行報道の状況と株価への影響について、今後数年間の検証を行う必要がある。導入前と導入後の比較を行うことで、より適切な情報開示のあり方について、制度設計や企業の広報活動への示唆を得る可能性があり、今後の課題としたい。

参考文献

- 青淵正幸(2011). 不適切な会計処理の開示が株主価値に与える影響. 立教ビジネスレビュー. 第4号. pp. 24-32
- Campbell, J. Y, A. W. Lo & A. C. Mackinlay(1993). The Econometrics of Financial Markets. Princeton University Press. (祝迫得夫・大橋和彦・中村信弘・本多俊毅・和田賢治訳(2003). ファイナンスのための計量分析. 共立出版)
- Cutlip, S. M., Center, A. H. & Broom, G. M. (2006). Effective Public Relations. 9th ed. Pearson Education. (日本広報学会監修(2008). 体系パブリックリレーションズ. ピアソン・エデュケーション)
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*. Vol. 25. pp383-417.
- 藤村真太郎・酒井浩之・増山繁(2009). 企業業績要因文の経常的か否かに基づく分類とイベントスタディ法に基づく分析. The 23rd Annual Conference of the Japanese Society for Artificial Intelligence.
- Freeman, R. E (1984). Strategic Management: A Stakeholder Approach. Cambridge University Press.
- Freeman, R. E (2007). Managing for Stakeholders. Cambridge University Press. (中村瑞穂訳(2010). 利害関

係者志向の経営. 白桃書房)

亀川雅人(2009). ファイナンシャル・マネジメント—企業価値評価の意味と限界—. 学文社.

北見幸一(2010). 企業社会関係資本と市場評価. 学文社.

真壁昭夫(2010). 行動経済学入門. ダイヤモンド社.

日本証券業協会(2016). 協会員のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン (概要) <http://www.jsda.or.jp/about/content/sannkou.pdf>

高橋隆太(2015). M&A及び配当政策の適時開示と株価動向. 経営会計学会報告.

アペンディックス

表4 増収・減収企業の検定

| | AR1 | P値 | CAR1 | P値 | AR2 | P値 | CAR2 | P値 |
|-------|-------|------|-------|------|-------|------|------|------|
| 3営業日前 | -0.10 | 0.36 | -0.10 | 0.36 | 0.06 | 0.55 | 0.06 | 0.55 |
| 2営業日前 | -0.04 | 0.69 | -0.14 | 0.37 | 0.05 | 0.60 | 0.11 | 0.44 |
| 1営業日前 | -0.06 | 0.55 | -0.20 | 0.29 | 0.20 | 0.13 | 0.33 | 0.10 |
| 当日 | 0.50 | 0.01 | 0.31 | 0.25 | 0.48 | 0.03 | 0.81 | 0.02 |
| 1営業日後 | 0.19 | 0.31 | 0.49 | 0.19 | 0.65 | 0.05 | 1.44 | 0.00 |
| 2営業日後 | 0.16 | 0.31 | 0.66 | 0.10 | -0.15 | 0.38 | 1.30 | 0.01 |
| 3営業日後 | -0.20 | 0.15 | 0.46 | 0.30 | 0.02 | 0.90 | 1.32 | 0.01 |
| 4営業日後 | -0.05 | 0.72 | 0.42 | 0.35 | -0.08 | 0.50 | 1.32 | 0.01 |
| 5営業日後 | -0.11 | 0.36 | 0.31 | 0.51 | 0.04 | 0.74 | 1.37 | 0.01 |

表5 増益・減益企業の検定

| | AR1 | P値 | CAR1 | P値 | AR2 | P値 | CAR2 | P値 |
|-------|-------|------|-------|------|-------|------|------|------|
| 3営業日前 | -0.11 | 0.31 | -0.11 | 0.28 | 0.12 | 0.22 | 0.12 | 0.22 |
| 2営業日前 | -0.04 | 0.73 | -0.15 | 0.38 | 0.11 | 0.27 | 0.22 | 0.11 |
| 1営業日前 | -0.03 | 0.76 | -0.18 | 0.37 | 0.16 | 0.24 | 0.40 | 0.05 |
| 当日 | 0.43 | 0.03 | 0.25 | 0.33 | 0.33 | 0.16 | 0.73 | 0.04 |
| 1営業日後 | 0.10 | 0.60 | 0.35 | 0.36 | 0.59 | 0.07 | 1.29 | 0.01 |
| 2営業日後 | 0.21 | 0.21 | 0.56 | 0.17 | -0.11 | 0.53 | 1.19 | 0.02 |
| 3営業日後 | -0.27 | 0.06 | 0.30 | 0.52 | 0.03 | 0.84 | 1.23 | 0.02 |
| 4営業日後 | 0.12 | 0.42 | 0.43 | 0.37 | -0.04 | 0.92 | 1.18 | 0.03 |
| 5営業日後 | 0.02 | 0.79 | 0.44 | 0.39 | 0.05 | 0.69 | 1.22 | 0.03 |

表6 売上上振れ・下振れ企業の検定

| | AR1 | P値 | CAR1 | P値 | AR2 | P値 | CAR2 | P値 |
|-------|-------|------|-------|------|-------|------|------|------|
| 3営業日前 | -0.17 | 0.21 | -0.17 | 0.21 | 0.25 | 0.06 | 0.25 | 0.06 |
| 2営業日前 | 0.06 | 0.70 | -0.11 | 0.56 | 0.25 | 0.07 | 0.50 | 0.01 |
| 1営業日前 | 0.11 | 0.35 | 0.00 | 1.00 | 0.11 | 0.56 | 0.63 | 0.02 |
| 当日 | 0.78 | 0.00 | 0.78 | 0.04 | 0.71 | 0.02 | 1.36 | 0.01 |
| 1営業日後 | 0.38 | 0.14 | 1.16 | 0.03 | 1.15 | 0.01 | 2.50 | 0.00 |
| 2営業日後 | 0.25 | 0.27 | 1.41 | 0.01 | -0.17 | 0.43 | 2.35 | 0.00 |
| 3営業日後 | -0.02 | 0.92 | 1.39 | 0.03 | -0.08 | 0.66 | 2.27 | 0.00 |
| 4営業日後 | 0.02 | 0.91 | 1.41 | 0.03 | -0.19 | 0.36 | 2.08 | 0.00 |
| 5営業日後 | -0.07 | 0.22 | 1.35 | 0.05 | -0.04 | 0.55 | 2.05 | 0.01 |

表7 純利益上振れ・下振れ企業の検定

| | AR1 | P値 | CAR1 | P値 | AR2 | P値 | CAR2 | P値 |
|-------|-------|------|-------|------|-------|------|------|------|
| 3営業日前 | -0.10 | 0.34 | -0.10 | 0.34 | 0.09 | 0.34 | 0.09 | 0.34 |
| 2営業日前 | 0.01 | 0.94 | -0.09 | 0.55 | 0.04 | 0.72 | 0.13 | 0.38 |
| 1営業日前 | -0.07 | 0.49 | -0.16 | 0.41 | 0.19 | 0.17 | 0.33 | 0.12 |
| 当日 | 0.54 | 0.01 | 0.38 | 0.18 | 0.41 | 0.10 | 0.75 | 0.05 |
| 1営業日後 | 0.20 | 0.30 | 0.58 | 0.14 | 0.83 | 0.02 | 1.55 | 0.00 |
| 2営業日後 | 0.07 | 0.65 | 0.66 | 0.12 | -0.24 | 0.15 | 1.32 | 0.01 |
| 3営業日後 | -0.27 | 0.09 | 0.39 | 0.42 | -0.06 | 0.67 | 1.25 | 0.02 |
| 4営業日後 | 0.15 | 0.34 | 0.54 | 0.28 | -0.16 | 0.33 | 1.08 | 0.06 |
| 5営業日後 | -0.08 | 0.37 | 0.47 | 0.36 | -0.08 | 0.88 | 1.01 | 0.09 |

表8 ポジティブ報道・ネガティブ報道企業の検定

| | AR1 | P値 | CAR1 | P値 | AR2 | P値 | CAR2 | P値 |
|-------|-------|------|-------|------|-------|------|------|------|
| 3営業日前 | -0.06 | 0.55 | -0.06 | 0.50 | 0.08 | 0.39 | 0.08 | 0.39 |
| 2営業日前 | 0.01 | 0.95 | -0.05 | 0.74 | 0.11 | 0.24 | 0.18 | 0.17 |
| 1営業日前 | -0.01 | 0.92 | -0.06 | 0.73 | 0.11 | 0.39 | 0.31 | 0.11 |
| 当日 | 0.50 | 0.00 | 0.44 | 0.05 | 0.32 | 0.15 | 0.63 | 0.06 |
| 1営業日後 | 0.12 | 0.47 | 0.56 | 0.09 | 0.71 | 0.03 | 1.32 | 0.00 |
| 2営業日後 | 0.19 | 0.26 | 0.75 | 0.05 | -0.19 | 0.22 | 1.14 | 0.02 |
| 3営業日後 | -0.14 | 0.29 | 0.61 | 0.15 | -0.10 | 0.45 | 1.04 | 0.04 |
| 4営業日後 | 0.09 | 0.51 | 0.71 | 0.10 | -0.12 | 0.33 | 0.93 | 0.11 |
| 5営業日後 | -0.06 | 0.62 | 0.70 | 0.13 | 0.03 | 0.76 | 0.96 | 0.08 |

表9 ポジティブ報道(減益)企業の検定

| | AR1 | P値 | CAR1 | P値 | AR2 | P値 | CAR2 | P値 |
|-------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|
| 3営業日前 | 0.05 | 0.77 | 0.05 | 0.77 | -0.01 | 0.95 | -0.01 | 0.95 |
| 2営業日前 | -0.18 | 0.31 | -0.14 | 0.50 | -0.11 | 0.65 | -0.12 | 0.71 |
| 1営業日前 | -0.07 | 0.78 | -0.21 | 0.51 | -0.04 | 0.85 | -0.16 | 0.67 |
| 当日 | 0.47 | 0.08 | 0.26 | 0.59 | 0.40 | 0.44 | 0.25 | 0.66 |
| 1営業日後 | 0.36 | 0.21 | 0.61 | 0.30 | 0.32 | 0.66 | 0.57 | 0.55 |
| 2営業日後 | 0.02 | 0.96 | 0.63 | 0.39 | -0.63 | 0.02 | -0.06 | 0.95 |
| 3営業日後 | 0.14 | 0.62 | 0.77 | 0.35 | -0.44 | 0.08 | -0.50 | 0.63 |
| 4営業日後 | -0.27 | 0.29 | 0.50 | 0.53 | -0.54 | 0.01 | -1.04 | 0.33 |
| 5営業日後 | -0.05 | 0.85 | 0.46 | 0.58 | 0.05 | 0.84 | -0.67 | 0.54 |

A Study of the effect the media has on the stock market

Akihiko KURODA
(Dentsu Public Relations)

Abstract

According to Eugene F. Fama's Efficient Market Hypothesis, the stock market prices reflect past trends and new trends are instantly reflected in prices due to the systematic behavior of investors. Fiscal earnings are instantly covered by various media. Besides this, newspapers sometimes report results earlier. Earnings reports are accurate numbers reported by the company and are revealed simultaneously to the public according to disclosure rules. Newspaper stories that appear early are unconfirmed by the company. This investigates the effect that both official and unofficial earnings news to analyze the effect the media has on the stock market.

Keywords

Public relations, Stakeholders, Influencers, Efficient market hypothesis, Event study