

# 基礎研 レター

## 過度な業績上振れ期待は禁物

輸出企業を中心に上振れ余地が低下した一方、上方修正の常連銘柄も健在

金融研究部 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾  
(03)3512-1852 side@nli-research.co.jp

### <要約>

業績予想の上方修正や期末実績の上振れは今や“恒例行事”だが、15年度は大きなサプライズを期待するのは禁物だ。その理由として期初予想が例年よりも高かったことが挙げられる。過去を振り返ってみても期初予想が保守的でない年度は実績の上振れ幅が小さかった。

個別企業でも同様の傾向がみられ、15年度は輸出関連セクターを中心に業績見通しの保守的な企業が減った。これらの事実は日経平均株価の上値が限定的であることと同時に、投資妙味のある個別銘柄が減ったことを意味する。しかし眼を凝らすと、上方修正の常連で15年度も保守的な銘柄はある。

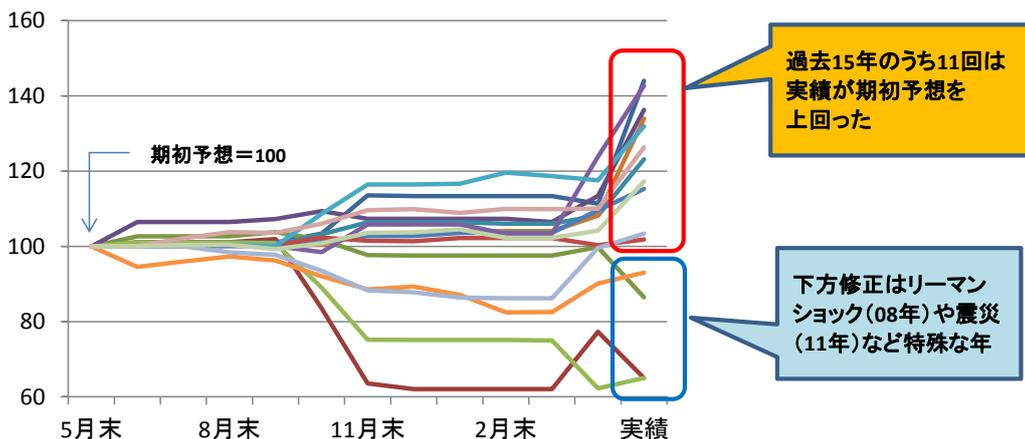
### 1—業績予想の上方修正は恒例行事

通常、3月決算企業は5月中旬までに前期の決算と今期の業績予想を発表する。その後も中間決算の発表時などに最新の業績予想を公表するが、当然、期初（5月）時点の予想から増額や減額することがある。図1は、東証1部に上場する3月決算の主要企業（約400社）について、企業自身が発表した予想経常利益の合計額の推移だ（5月末=100として指数化）。

図1をみると、過去15年のうち11回は最終的な実績が期初予想を上回った。特に中間決算を発表する10月～11月と期末実績で増額したケースが多い。一方、下方修正はリーマンショックが起きた2008年度や東日本大震災に見舞われた2011年度など例外的で、業績予想の上方修正や期末実績の上振れは“恒例行事”となっている。

この理由としては、下方修正を避けたいと思う経営者心理や、そもそも1年先までに何が起きるか分からないので、そのビジネス・リスクを考慮して利益予想を割り引くのは当然ともいえる（詳しくは[2014年4月24日付けレポート「経営者の心理から読み解く株価の行方」](#)を参照されたい）。

【図1】 企業自身の業績上方修正は恒例行事



(注) 会社予想の経常利益額合計 (5月末時点=100、対象はTOPIX500構成の3月決算企業)

(資料) 日経NEEDSより筆者作成

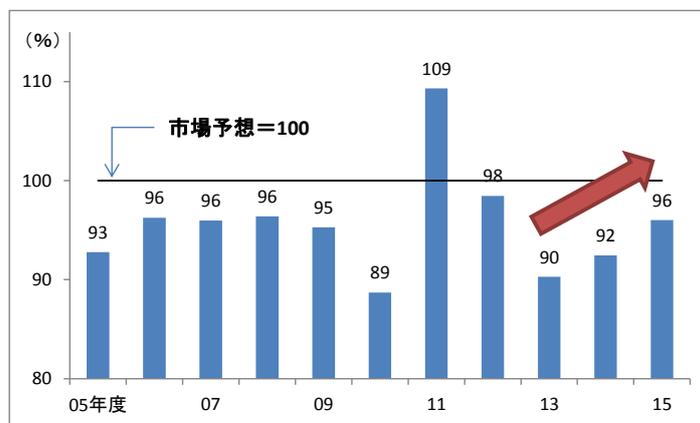
## 2—会社予想と市場予想、実績の関係

### 1 | 日経平均ベースの上振れ余地は限定的

業績予想には企業自身が発表する予想のほかに証券アナリストの予想もあり、複数のアナリストによる予想の平均値を“市場予想”や“市場コンセンサス”と呼ぶ。通常、会社側の予想は市場予想よりも保守的だ。期初時点における日経平均ベースの予想利益の比較を図2に示す。各年度とも市場予想を100として換算しているの、数字が小さいほど会社予想が保守的なことを意味する。

市場の予想と比べて会社予想がどのくらい保守的かは年によって異なるが、東日本大震災の発生直後にあたる2011年度を除いて、全ての年度で会社予想が市場予想を下回った(11年度は業績予想を発表しない企業もありデータが異常値となっている可能性が高い)。最近の動きで特徴的なのは、会社予想と市場予想の乖離が小さくなった点だ。つまり、13・14年度ほど会社予想が保守的でなくなった。

【図2】 会社予想があまり保守的でなくなった



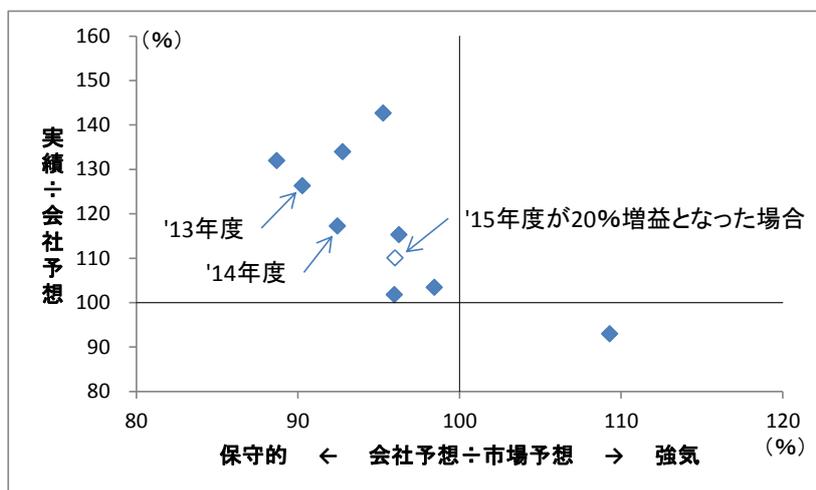
(注) 各年5月末時点における日経平均ベースの会社予想EPSと市場予想EPSの比率

(資料) QUICKより筆者作成

このことは何を意味するのだろうか。次に、期初予想と期末実績の関係を見るために、横軸に会社予想÷市場予想（図2と同じ期初時点の強気度）を、縦軸に実績÷会社予想（実績の上振れ度）を図3にプロットした。図3は右下がりの傾向がみられ、期初時点の会社予想が保守的な年度ほど実績が大きく上振れたことを示している。直近の13年度と14年度に限っても、期初予想がより保守的だった13年度のほうが実績の上振れが大きかった。

ここから示唆されることは、13年度や14年度と同じように15年度も業績が大きく上振れると期待するのは禁物ということだ。過剰な期待は、それが実現しなかったときの落胆の大きさに輪をかける。ちなみに、15年度は期初時点の会社予想が9%増益（経常利益ベース）で、市場予想の96%に相当する。仮に実績が対前年20%増益で着地した場合の上振れ率は110.1（=120÷109）なので、図3の右下がりの傾向線にぴったり乗る。今後、中間決算発表時や16年3月期末実績の上方修正は期待できるが、その修正幅はさほどサプライズにならない可能性を覚悟しておく方が賢明だろう。

【図3】 会社予想が保守的なほど実績が大きく上振れる



(資料) QUICK より筆者作成

なお、図2のように15年度の期初予想が13・14年度ほど保守的でなくなった理由としては、ROE向上や株主との対話強化の流れを受けて企業側が必要以上に保守的な予想を出さなくなったことや、為替の見通しに関して企業経営者と市場のギャップが縮小した可能性が考えられる。

後者の仮説について説明すると、13年度と14年度は市場が大幅な円安を予想する一方で企業経営者はそれほどの円安進行を見込んでいなかった。このため円安効果による大幅増益を期待する市場予想と比べて、会社予想はだいぶ保守的だった。ところが、15年度は市場と経営者が1ドル=115~120円程度でほぼ一致しているため、業績予想のかい離が縮まった可能性が考えられる。

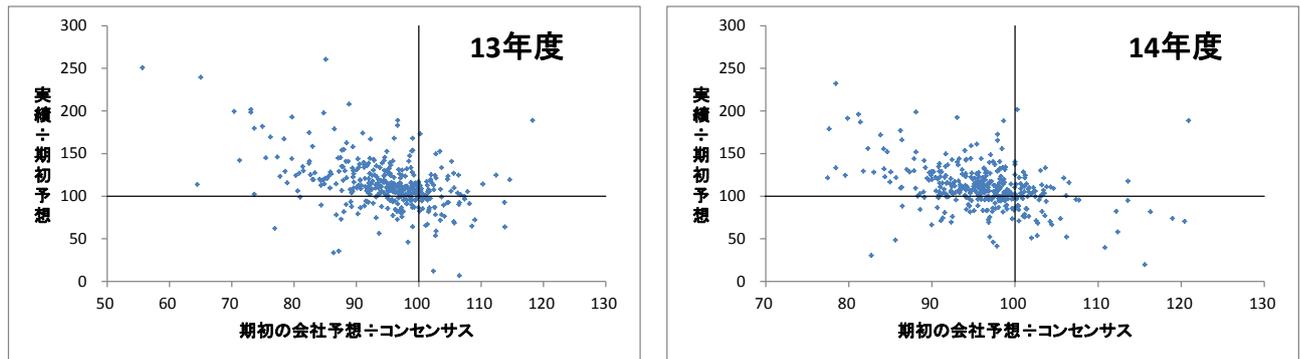
### 3——個別企業では、輸出関連セクターを中心に保守的な企業が減少

#### 1 | 個別企業も期初予想が保守的なほど大きく上振れしやすい

ここまで日経平均ベースで議論してきたが、個別銘柄についても同じことがいえるのか検証してみ

よう。図4は13年度と14年度について、図3と同様に期初時点の強気度を縦軸に、実績の上振れ度を横軸として個別企業をプロットしたものだ。日経平均ベースと同様に右下がりとなっており、個別企業でも期初予想が保守的なほど期末実績が大きく上振れる傾向がある。特に期初予想が市場予想の90%以下な企業では期末実績が150%や200%に上振れるケースが多く見られる。逆に期初予想が100%を超える強気な企業では、期末実績が期初予想を下回る“下方修正”に終わったケースが多く注意が必要だ。

【図4】 個別銘柄も期初予想が保守的なほど大きく上振れやすい



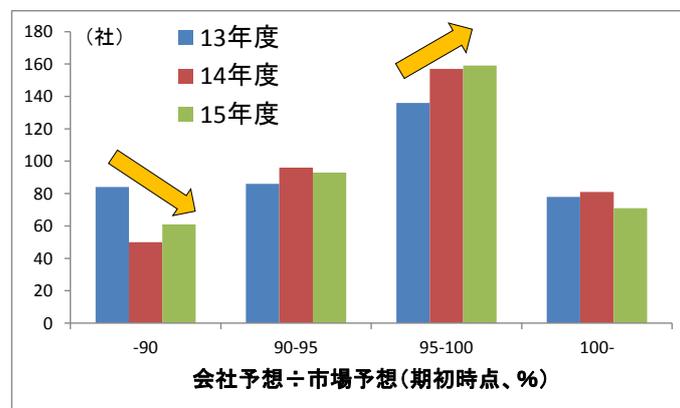
(注) TOPIX500 構成銘柄のうち業績予想などデータが連続して取得できる3月決算企業 (約380社)

(資料) QUICK より筆者作成

## 2 | 輸出関連セクターを中心に保守的な企業が減少

次に、保守度合い別に企業数を調べたところ、期初時点の会社予想が市場予想の90%を下回る保守的な企業が減り、市場予想に近い95~100%相当の企業が増えたことが分かった(図5)。このことは年度途中や期末実績で業績が大幅に上振れしそうな銘柄、すなわち投資妙味の大きな銘柄が減った可能性がある。株式投資先の選定に際してはより慎重な銘柄選びが必要になったといえるだろう。

【図5】 期初予想が保守的な銘柄が減った



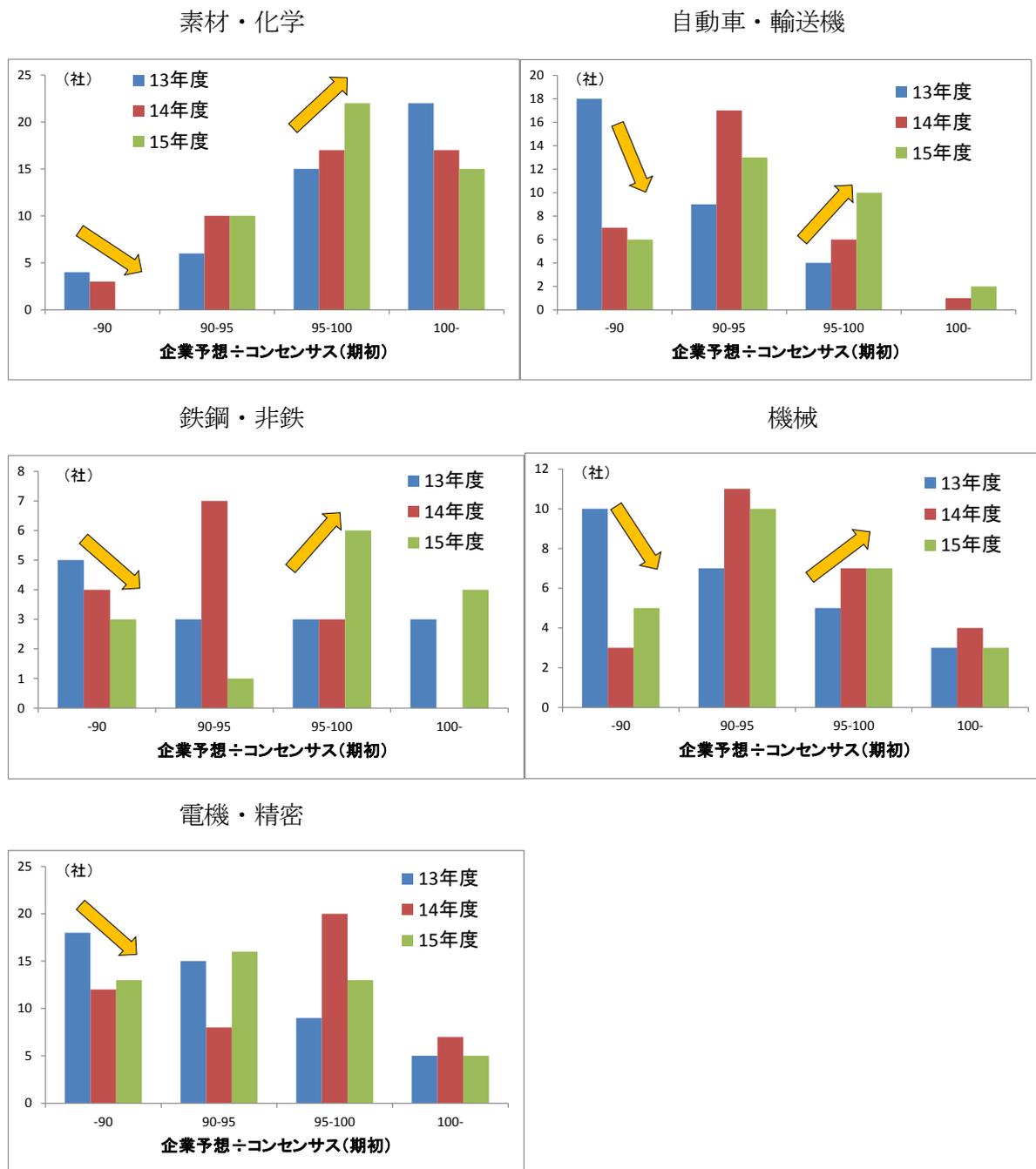
(注) TOPIX500 構成銘柄のうち業績予想などデータが連続して取得できる3月決算企業 (約380社)

(資料) QUICK より筆者作成 (図6も同じ)

企業数の変化を東証17業種別にみると、輸出関連セクターで保守的な企業の減少が目立った(図6)。素材・化学セクターでは会社予想が市場予想の90%以下な企業がゼロになったほか、自動車・輸送機セクターでは13年度の18社から15年度には6社に、同じく鉄鋼・非鉄、機械、電機・精密セクターでも保守的な企業が減少した。一方、建設・資材、運輸・物流、銀行などの内需系セクターでは保守的な企業が減った様子は見られなかった。

このように保守的な企業の減少が輸出関連セクター中心であることは、仮説として前述した為替(円安進行)に関する企業と市場の見通しギャップが背景という考え方を支持する結果だと考えられる。

【図6】 保守的な企業が減ったのは輸出関連セクターが中心



### 3 | 業績上振れの常連で15年度も保守的な銘柄

最後に、全体として業績上振れ期待が薄まったとはいえ、投資妙味がありそうな銘柄を探ってみよう。改めて図5をよく見ると、TOPIX500構成銘柄のうち3月決算企業（約380社）に限っても、期初予想が市場予想の90%以下という保守的な企業は約60社存在しており、これらの企業は今後、業績を大幅に上方修正する期待値が高いとみなすことができよう。この60社から更に銘柄を絞り込むために、以下のスクリーニングを行った。

- ① 13～15年度の期初予想が3年連続で保守的（市場予想の90%以下）
- ② 13年度・14年度とも実績が大きく上振れた（期初の会社予想の150%以上）

その結果、浮かび上がったのが図7に示した6銘柄だ。土木関連に強みを持つ奥村組の場合、13年度の期初予想は市場予想の70%であったのに対して期末の実績はその約2倍で着地、14年度実績も期初予想の152%となった。今期の期初予想は79%と昨年度よりも保守的であり、今後の上方修正が期待できそうだ。

半導体大手のロームは13・14年度ともに実績は期初予想の2倍超となったが、15年度の期初予想も昨年度並みに保守的な内容であった。スクウェア・エニックス・ホールディングスのように期初予想が保守的過ぎるので上方修正するのが当然という見方もある。

また、日本空港ビルディングはここ2年間で株価が約7倍に上昇しており、仮に業績が上振れしても株価が更に値上がりするとは限らない。更に、昨年までと違って何か特殊要因が起きていないか等のチェックも必要だが、株式投資先を効率的に探すには、こうした分析も役立つのではないか。

【図7】業績上振れの常連で15年度予想も保守的な銘柄

コード	銘柄名	13年度		14年度		15年度	
		期初予想	期末実績	期初予想	期末実績	期初予想	期末実績
1833	奥村組	70	199	88	152	79	?
6592	マブチモーター	73	198	81	187	79	?
6963	ローム	65	239	78	232	81	?
8377	ほくほくフィナンシャルグループ	85	198	84	172	76	?
9684	スクウェア・エニックス・ホール	56	251	36	340	64	?
9706	日本空港ビルデング	86	179	82	156	79	?

(注)期初予想=コンセンサス予想÷企業予想×100(いずれも期初時点)

期末実績=実績÷期初の企業予想×100

以上