

# アナリストによる株式推奨と利益予想の情報内容

近藤 江美  
太田 浩司

## 目 次

- |         |             |
|---------|-------------|
| 1. はじめに | 4. 検証の方法と結果 |
| 2. 先行研究 | 5. 終わりに     |
| 3. データ  |             |

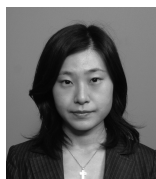
本稿では、アナリストレポートに含まれる株式推奨と利益予想を同時に取り上げ、その情報内容および関連性を調査した。その結果、株式推奨と利益予想には、互いを所与としても増分情報内容があり、それぞれに別の情報が含まれていた。さらに、市場の反応の方向は、株式推奨に変更がある場合には、利益予想の修正方向に関係なく、株式推奨の変更方向によって決定されるが、株式推奨に変更がない継続の場合には、利益予想の修正方向によって決定されており、市場が第1に株式推奨、第2に利益予想に着目しているということが明らかになった。

## 1. はじめに

セルサイドアナリストの公表するアナリストレポートの有用性は、長期にわたり、アカデミック関係者、実務家、および投資家などにとって興味を抱かれているテーマである。アナリストレポー

トには、株式推奨、業績予想、アナリストの意見(レポートの文章内容のこと)が含まれている。また、多くの外資系証券会社では、それらに加え、目標株価を公表している。

セルサイドアナリストは、主としてマクロ経済、金融・証券市場、産業・企業等の分析・予測を踏



**近藤 江美 (こんどう えみ)**

近畿大学 経営学部非常勤講師。税理士。2000年関西大学大学院商学研究科博士前期課程修了。修士(商学)。09年兵庫県立大学大学院経営学研究科博士後期課程単位取得。近藤税理士事務所を経て、08年4月より現職。emiamy@nifty.com



**太田 浩司 (おおた こうじ)**

兵庫県立大学 経営学部准教授。1969年奈良県生まれ。94年京都大学文学部卒業。2003年関西大学大学院商学研究科博士後期課程単位取得。07年筑波大学大学院ビジネス科学研究科博士後期課程修了。博士(経営学、筑波大学)。(株)青木建設、関西CPA学院、武蔵大学経済学部を経て、07年4月より現職。米国公認会計士(イリノイ州)。koji\_ota@nifty.ne.jp、http://homepage2.nifty.com/koji\_ota/

まえて業績予想を立て、それに基づいて個別証券の内在価値を求めるファンダメンタルズ分析を行った後、それと現在の株価を比較して、両者の乖離度合いに応じて投資判断を行っている（阿部ほか [2006]）。つまり、アナリストレポートというピラミッドの頂点となるものが投資判断である株式推奨なのである（注1）。

米国では、従来、アナリストの株式推奨の変更や利益予想修正に対する市場の反応は、それぞれ別個に取り上げられ検証されていた。それが1990年代後半になって、株式推奨変更と利益予想修正の両方を用いた株価反応の検証が行われ（Stickel [1995]、Francis and Soffer [1997]）、さらに2000年代に入ってから、目標株価やアナリスト意見などが分析対象に含められ、アナリストレポートの情報内容に関する研究は広がりを見せている（Bradshaw [2002]、Brav and Lehavy [2003]、Asquith *et al.* [2005]）。

一方、わが国では、アナリストの株式推奨変更や利益予想修正に関する研究は、別個に取り上げられている段階にとどまっている（山田 [1995]、坂本 [1996]、阿部 [1999]、太田・近藤 [2008]）。そこで、本稿では、アナリストレポートで公表される株式推奨と利益予想を同時に取り上げ、株式リターンとの関連性を調査した。

最初に、アナリストの株式推奨と利益予想修正に関する情報内容の検証を、先行研究と同様にそれぞれ別個に行った。株式推奨に関しては、今回レポートに付されている格付けの水準を見る格付け水準（強い買い・買い・中立・売り・強い売り）と前回レポートの格付けから今回レポートの格付けへの変更を見る格付け変更（格上げ・継続・格下げ）の二つの情報が存在しており、格付け水準

と格付け変更の個別の情報内容および増分情報内容を検証した。利益予想修正に関しては、アナリストが予想する主な業績項目である売上高、営業利益、経常利益、当期利益の各予想修正についての情報内容の検証を行った上で、四つの業績予想を説明変数にした重回帰分析を行った。その結果として、経常利益の変数のみが有意であることを受け、2期先までの経常利益の予想修正を取り上げ、重回帰分析を行った。

次に、利益予想修正として経常利益を用い、株式推奨と利益予想修正の増分情報内容を検証している。最後に、アナリストレポートで公表される株式推奨の変更サンプルの大半が継続であることに着目して、アナリストの株式推奨に変更がなく、格付け情報に情報内容がないときの利益予想の修正に対する市場の反応を調査した。

## 2. 先行研究

アナリストレポートで公表される利益予想や株式推奨に関する研究は、かなり古くから行われているが、長らくそれらの研究では、利益予想と株式推奨の情報内容がそれぞれ別個に調査されてきた。最初に、利益予想修正に関する研究では、利益予想の上方修正に対しては正の異常リターン、利益予想の下方修正に対しては負の異常リターンが得られることが報告されている。例えば、Abdel-khalik and Ajinkya [1982] では、Merrill Lynchのアナリストによる予想修正が公表された週に、有意な異常リターンが得られることが示されている。

次に、アナリストの株式推奨に関する研究では、異常リターンと株式推奨の水準および変更の

（注1） アナリストレポートのアウトプットに至るまでの過程については、近藤 [2009] の図1を参照されたい。

方向との間に正の相関があることが報告されている(注2)。初期の研究では、前回格付けを考慮に入れず、現在の格付け、つまり株式推奨の水準に焦点を当てた検証が行われており、買い推奨(売り推奨)に関して正(負)のイベント日リターンを観察している(Lloyd-Davies and Canes [1978]、Bjerring *et al.* [1983]、Liu *et al.* [1990]、Beneish [1991])。1980年代後半になると、前回格付けからの変更つまり株式推奨の変更に焦点が当てられ、格上げに対しては正の異常リターン、格下げに対しては負の異常リターンが得られることが発見されている。例えば、Elton *et al.* [1986]は、格上げと格下げに対する市場の反応を月次で調査し、格付け変更月に、強い買いへの格上げは正の異常リターン、強い売りへの格下げは負の異常リターンが観察されるという結果を示している。このElton *et al.* [1986]の研究以降、株式推奨に関する研究では、その変更が主な研究対象となつて、より精緻化された研究が行われている(Stickel [1995]、Womack [1996]、Barber *et al.* [2001])。

また最近では、アナリストレポートで公表される株式推奨のみを分析対象にするだけでなく、それに含まれるアナリストの業績予想、目標株価、アナリスト意見なども分析に含められ、アナリストレポートの情報内容に関する研究は、広がりを見せている(Stickel [1995]、Hirst *et al.* [1995]、Francis and Soffer [1997]、Bradshaw [2002]、Brav and Lehavy [2003]、Asquith *et al.* [2005])。例えば、株式推奨と利益予想修正の両方を所与とする株価反応の検証が、Stickel [1995]やFrancis

and Soffer [1997]で行われており、両者に増分情報内容があることが報告されている。

さらに、株式推奨の変更と水準との関係を厳密に分析した研究はほとんど存在していなかったが、Francis and Soffer [1997]で、株式推奨の変更と水準に焦点を当てた分析が行われており、株式推奨の水準を所与としても株式推奨の変更には情報内容があるが、株式推奨の変更を所与とすると株式推奨の水準には情報内容がないという、株式推奨の水準の有用性を否定する結果が報告されている。

最後に、株式推奨とその他レポート情報の関連性については、Brav and Lehavy [2003]が、市場は、株式推奨に変更がある場合よりも、変更のない継続の場合に、利益予想修正や目標株価修正といった株式推奨以外の情報を重視するという結果を報告している。

### 3. データ

本稿では、ある日系大手証券会社からの提供を受け、同社が2005年7月から07年6月の2年間に公表した2,405個のアナリストレポートを分析対象としている(注3)。対象企業は442社で、レポート作成者であるセルサイドアナリストの人数は52人である。そして、この2,405個のアナリストレポートのうち、新規カバレッジ127個とカバレッジ廃止1個を除外した、399社2,277個のレポートを最終サンプルとして用いている。なお、本稿で用いている株式推奨およびアナリスト利益予想データは、すべてアナリストレポートから手

(注2) 株式推奨に関するサーベイ論文として、近藤 [2009]がある。

(注3) 本稿の検証期間は、サブプライムローン問題が深刻化する以前の期間であり、株式市場が順調に推移していた時期である。したがって、本稿の結果が、それ以降に発生した金融危機の期間における株式市場に適用可能であるかについては、注意する必要がある。

入力で拾い上げている（注4）。

図表1 パネルAとパネルBは、対象企業399社を、それぞれ上場市場別と業種別に分類したものである。なお、対象企業の特徴を明確にするために、07年6月時点の全上場企業と対比させた結

果を載せている。全上場企業では東証一部企業の割合が44.0%であるのに対して、対象企業では87.5%が東証一部企業であり、対象企業が大企業に集中していることが分かる。また、全上場企業の上位3位を占める業種が、卸売業・小売業・サ

図表1 サンプルの特徴

パネルA：上場市場	対象企業		全上場企業	
	個数	%	個数	%
東証一部	349	87.5	1,734	44.0
東証二部	10	2.5	483	12.2
大証一部	0	0.0	35	0.9
大証二部	3	0.8	211	5.4
名証一部	0	0.0	8	0.2
名証二部	0	0.0	105	2.7
福証	0	0.0	40	1.0
札証	0	0.0	23	0.6
JASDAQ	30	7.5	955	24.2
東証マザーズ	5	1.3	191	4.8
ヘラクレス	2	0.5	158	4.0
合計	399	100.0	3,943	100.0

パネルB：業種

業種	対象企業		全上場企業		業種	対象企業		全上場企業	
	個数	%	個数	%		個数	%	個数	%
水産・農林業	0	0.0	11	0.3	精密機器	8	2.0	53	1.3
鉱業	2	0.5	7	0.2	その他製品	17	4.3	117	3.0
建設業	20	5.0	216	5.5	電気・ガス業	5	1.3	25	0.6
食料品	0	0.0	153	3.9	陸運業	9	2.3	66	1.7
繊維製品	1	0.3	81	2.1	海運業	3	0.8	18	0.5
パルプ・紙	4	1.0	28	0.7	空運業	0	0.0	6	0.2
化学	38	9.5	219	5.6	倉庫・運輸業	0	0.0	44	1.1
医薬品	18	4.5	52	1.3	通信業	0	0.0	364	9.2
石油・石炭製品	0	0.0	14	0.4	卸売業	18	4.5	393	10.0
ゴム製品	4	1.0	21	0.5	小売業	49	12.3	393	10.0
ガラス・土石製品	11	2.8	73	1.9	銀行業	0	0.0	98	2.5
鉄鋼	7	1.8	57	1.4	証券業	0	0.0	40	1.0
非鉄金属	8	2.0	43	1.1	保険業	0	0.0	11	0.3
金属製品	8	2.0	100	2.5	その他金融業	10	2.5	58	1.5
機械	28	7.0	252	6.4	不動産業	18	4.5	135	3.4
電気機器	57	14.3	313	7.9	サービス業	35	8.8	375	9.5
輸送用機器	21	5.3	107	2.7	合計	399	100.0	3,943	100.0

（出所）筆者作成（以下の図表すべて同じ）

（注4） 当該証券会社が採用している株式推奨の定義は、5段階の相対評価レーティングで、予想期間が6カ月、ベンチマークはTOPIXである。5段階のレーティングは、それぞれベンチマークに対して、1（強い買い）は15%超上回る、2（買い）は5～15%上回る、3（中立）は±5%以内、4（売り）は5～15%下回る、5（強い売り）は15%超下回ると定義されている。

ービス業であるのに対し、対象企業のそれは電気機器・小売業・化学である。これも対象企業が大企業に偏っていることによるものと思われる。

図表2は、旧格付けから新格付けへの株式推奨の推移を表すマトリックスである。アナリストの株式推奨の分布は非対称的であり、強い買い(215個)と買い(836個)が全体の46.1%を占め、強い売り(0個)と売り(106個)は全体の4.7%のみである(注5)。また、格上げ(101個)が全体

の4.4%、格下げ(146個)が全体の6.4%にすぎないのに対し、継続(2,030個)は全体の89.2%を占めており、アナリストレポートには株式推奨に変更のない継続のレポートが非常に多いことが分かる。

アナリストは、しばしば1期先(今期)、2期先もしくはそれ以上の業績を予想しており、主な予想項目として、売上高、営業利益、経常利益、当期利益を公表している。図表3は、アナリ

図表2 株式推奨の変更マトリックス

旧格付け	新格付け					合計
	強い買い	買い	中立	売り	強い売り	
強い買い	198 <sup>c</sup>	21 <sup>b</sup>	14 <sup>b</sup>	0 <sup>b</sup>	0 <sup>b</sup>	233
買い	15 <sup>a</sup>	753 <sup>c</sup>	82 <sup>b</sup>	2 <sup>b</sup>	0 <sup>b</sup>	852
中立	2 <sup>a</sup>	61 <sup>a</sup>	1,002 <sup>c</sup>	27 <sup>b</sup>	0 <sup>b</sup>	1,092
売り	0 <sup>a</sup>	1 <sup>a</sup>	22 <sup>a</sup>	77 <sup>c</sup>	0 <sup>b</sup>	100
強い売り	0 <sup>a</sup>	0 <sup>a</sup>	0 <sup>a</sup>	0 <sup>a</sup>	0 <sup>c</sup>	0
合計	215	836	1,120	106	0	2,277
%	9.4%	36.7%	49.2%	4.7%	0	100%

(図表注) サンプルは、<sup>a</sup>格上げ101個、<sup>b</sup>格下げ146個、<sup>c</sup>継続2,030個である。

図表3 アナリストの業績予想項目および修正区分

業績項目	修正区分	1期先		2期先		3期先	
		個数	%	個数	%	個数	%
売上高予想	上方修正	1,001	48.0	940	46.8	249	41.8
	修正なし	627	30.1	634	31.6	250	41.9
	下方修正	456	21.9	434	21.6	97	16.3
	合計	2,084	100.0	2,008	100.0	596	100.0
営業利益予想	上方修正	764	35.8	733	36.5	229	38.4
	修正なし	666	32.0	642	32.0	224	37.6
	下方修正	672	32.2	633	31.5	143	24.0
	合計	2,084	100.0	2,008	100.0	596	100.0
経常利益予想	上方修正	800	38.4	779	38.8	238	39.9
	修正なし	631	30.3	602	30.0	217	36.4
	下方修正	653	31.3	627	31.2	141	23.7
	合計	2,084	100.0	2,008	100.0	596	100.0
当期利益予想	上方修正	837	40.2	796	39.6	246	41.3
	修正なし	592	28.4	601	29.9	216	36.2
	下方修正	655	31.4	611	30.4	134	22.5
	合計	2,084	100.0	2,008	100.0	596	100.0

(注5) 米国において、とりわけエンロン・ワールドコム事件のときに問題となったのが、このセルサイドアナリストによる格付けの偏在である。そしてその理由の一つとして、アナリストの利益相反問題が内在していたことが指摘されている。これらの詳細については、北川 [2007a, 2007b] を参照されたい。

ストの利益予想の分布を業績項目別に示したものである。本稿サンプル2,277個のアナリストレポートのうち、1期先利益予想を含んでいるのが2,084個であり、2期先利益予想を含んでいるのが2,008個である。さらに、3期先利益予想になると596個しか存在していない。アナリストの株式推奨の変更に関しては、格上げより格下げの割合の方が多いが、利益予想修正は、全体的に、下方修正より上方修正の割合の方が多くなっている。

なお、本稿に用いる変数の記述統計量および相関係数は、それぞれ**図表4**パネルAおよびパネルBに示されている。

## 4. 検証の方法と結果

### 4.1 株式推奨の水準と変更の情報内容

株式推奨の水準と変更の情報内容を検証するために、以下の(1)~(3)の回帰式を推定した。

$$CAR_{(-1,+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 REC + \varepsilon \quad (1)$$

$$CAR_{(-1,+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta REC + \varepsilon \quad (2)$$

$$CAR_{(-1,+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 REC + \alpha_2 \Delta REC + \varepsilon \quad (3)$$

被説明変数の $CAR_{(-1,+1)}$ は、アナリストレポート公表日をイベント日として前後1日計3日間の累積異常リターンである。なお、異常リターンの算定は、通常のマーケット・モデルを用いて算定している（ベンチマークはTOPIX、推定期間はイベント日の130日前から31日前までの100日間）。説明変数の $REC$ は株式推奨の水準、そして $\Delta REC$

図表4 株式推奨と利益予想修正に関する変数の記述統計量と相関係数

パネルA：記述統計量								
変数	観測値数	平均	標準偏差	最小	1Qr	中央値	3Qr	最大
$CAR_{(-1,+1)}$	2,008	0.0015	0.0052	-0.3348	-0.0235	0.0006	0.0285	0.2950
$REC$	2,008	0.5134	0.7246	-1.0000	0.0000	0.0000	1.0000	2.0000
$\Delta REC$	2,008	-0.0249	0.3659	-2.0000	0.0000	0.0000	0.0000	2.0000
$\Delta SL$	2,008	0.0112	0.0558	-0.5054	0.0000	0.0000	0.0165	0.7070
$\Delta OP$	2,008	-0.0015	0.0129	-0.1749	-0.0023	0.0000	0.0021	0.1110
$\Delta OI$	2,008	-0.0013	0.0135	-0.1760	-0.0020	0.0000	0.0026	0.1110
$\Delta NI$	2,008	-0.0021	0.0252	-0.5792	-0.0014	0.0000	0.0021	0.2327
$\Delta OI2$	2,008	-0.0023	0.0266	-0.7634	-0.0022	0.0000	0.0028	0.1629

パネルB：ピアソン相関係数								
	$CAR_{(-1,+1)}$	$REC$	$\Delta REC$	$\Delta SL$	$\Delta OP$	$\Delta OI$	$\Delta NI$	$\Delta OI2$
$CAR_{(-1,+1)}$	1.000							
$REC$	0.188	1.000						
$\Delta REC$	0.339	0.225	1.000					
$\Delta SL$	0.075	-0.007	0.063	1.000				
$\Delta OP$	0.293	0.176	0.218	0.262	1.000			
$\Delta OI$	0.297	0.178	0.213	0.253	0.932	1.000		
$\Delta NI$	0.108	0.118	0.055	0.137	0.376	0.412	1.000	
$\Delta OI2$	0.197	0.125	0.154	0.160	0.461	0.453	0.530	1.000

(図表注) 変数の定義は以下の通りである。

$CAR_{(-1,+1)}$  = 株式推奨公表日前後1日計3日間の累積異常リターン、 $REC$  = 株式推奨の水準 (+2 ~ -2)、 $\Delta REC$  = 株式推奨の変更 (+4 ~ -4)、 $\Delta SL$  = 1期先売上高予想修正、 $\Delta OP$  = 1期先営業利益予想修正、 $\Delta OI$  = 1期先経常利益予想修正、 $\Delta NI$  = 1期先当期利益予想修正、 $\Delta OI2$  = 2期先経常利益予想修正。  
なお予想修正変数はすべて期首の株価でデフレートとされている。

は株式推奨の変更を表す変数である。株式推奨の水準には、強い買い・買い・中立・売り・強い売りがあり、それぞれ+2~-2の値をとる。株式推奨の変更には、格上げ・継続・格下げがあり、変更幅に応じて+4~-4の値をとる。

図表5は、(1)~(3)の回帰式の推定結果を示している。(1)(2)式の推定結果は、株式推奨の水準と変更の係数がそれぞれ0.014 ( $t$ 値=9.85)と0.049 ( $t$ 値=17.36)で1%水準で有意であり、それぞれに情報内容を有していることが分かる。また、(3)式の結果は、株式推奨の水準と変更の係数がそれぞれ0.009 ( $t$ 値=6.46)と0.045 ( $t$ 値=15.53)と共に1%水準で有意であり、株式推奨の水準と変更それぞれ増分情報内容があることが分かる。すなわち、アナリストレポートに付された株式推奨は、格上げ・継続・格下げといった格付け変更が重要であると同時に、株式推奨の変更によりどの格付けの水準になったのかも重要であると言える。

また、この結果は、株式推奨変更を所与とするとして株式推奨の水準には増分情報内容がないということを示したFrancis and Soffer [1997]とは異なる結果であるが、両方に増分情報内容があるとす

図表5 株式推奨の水準と変更の情報内容を検証する回帰モデルの推定結果

	予想符号	(1)	(2)	(3)
<i>Intercept</i>	?	0.003 (3.07)**	-0.005 (-4.18)**	-0.002 (-1.33)
<i>REC</i>	+	0.014 (9.85)**		0.009 (6.46)**
<i>AREC</i>	+		0.049 (17.36)**	0.045 (15.53)**
<i>adj.R<sup>2</sup></i>		0.117	0.040	0.132
<i>N</i>		2,277	2,277	2,277

(図表注) 各セルの上段は係数推定値、下段括弧内は $t$ 値を載せている。

\*5%水準で有意、\*\*1%水準で有意。

る太田・近藤 [2008] とは一致する結果である。その理由としては、Francis and Soffer [1997]では、51証券会社の異なる株式推奨を集約するために、4段階や5段階の株式推奨を3段階の株式推奨に変更するといった修正を行っており、株式推奨の定義自体に曖昧さがあることが考えられる。

#### 4.2 利益予想修正の情報内容

アナリストの利益予想修正についての情報内容を検証するために、以下の(4)~(8)の回帰式を推定した。

$$CAR_{(-1,+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta SL + \varepsilon \quad (4)$$

$$CAR_{(-1,+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta OP + \varepsilon \quad (5)$$

$$CAR_{(-1,+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta OI + \varepsilon \quad (6)$$

$$CAR_{(-1,+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta NI + \varepsilon \quad (7)$$

$$CAR_{(-1,+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta SL + \alpha_2 \Delta OP + \alpha_3 \Delta OI + \alpha_4 \Delta NI + \varepsilon \quad (8)$$

説明変数は、それぞれアナリストが公表する1期先の業績予想の修正であり、 $\Delta SL$ は売上高、 $\Delta OP$ は営業利益、 $\Delta OI$ は経常利益、そして $\Delta NI$ は当期利益についての前回レポートからの予想修正の変数を表している。なお、すべての変数は、期首の時価総額でデフレートされている。

図表6は、これらの推定結果を示している。(4)~(7)の単回帰式の結果は、すべて1%水準で有意となっており、業績修正の各項目には情報内容があることを示している。ただし、修正済み $R^2$ を比較すると、経常利益を用いた(6)式のモデルが0.074と最も高く、4変数の中で一番高い説明力を有していることが窺える。

次に、四つのすべての業績修正変数を説明変数にした重回帰式(8)を推定した結果では、経常利益の係数のみが0.680 ( $t$ 値=2.93)と1%水準で有意となっている。

この結果を受けて、経常利益の2期先までの予

図表6 利益予想修正の情報内容を検証する回帰モデルの推定結果

	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Intercept</i>	0.001 (1.16)	0.004 (3.23)**	0.003 (3.07)**	0.002 (2.17)	0.004 (3.09)**	0.003 (2.85)**
<i>ASL</i>	0.057 (2.88)**				-0.004 (-0.20)	
<i>ΔOP</i>		0.933 (12.65)**			0.281 (1.19)	
<i>ΔOI</i>			0.924 (12.95)**		0.680 (2.93)**	
<i>ΔNI</i>				0.237 (5.23)**	-0.017 (-0.35)	
<i>ΔOII</i>						1.008 (10.95)**
<i>ΔOI2</i>						0.154 (3.28)**
<i>adj.R<sup>2</sup></i>	0.003	0.071	0.074	0.012	0.073	0.092
<i>N</i>	2,084	2,084	2,084	2,084	2,084	2,008

(図表注) 各セルの上段は係数推定値、下段括弧内は *t* 値を載せている。

\*5%水準で有意、\*\*1%水準で有意。

想修正を取り上げ、以下の(9)の回帰式を推定した。

$$CAR_{(-1,+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta OII + \alpha_2 \Delta OI2 + \varepsilon \quad (9)$$

説明変数は、1期先経常利益の予想修正 ( $\Delta OII$ ) と2期先経常利益の予想修正 ( $\Delta OI2$ ) の変数である。

推定の結果は、1期先経常利益と2期先経常利益の予想修正の係数が、それぞれ1.008 (*t* 値 = 10.95) と0.154 (*t* 値 = 3.28) であり、共に1%水準で有意である。このことは、市場は、アナリストの短期の1期先利益予想だけでなく、長期の2期先利益予想にも注目しているということの意味している(注6)。

#### 4.3 株式推奨と利益予想修正の情報内容

前節の利益予想修正の情報内容に関する検証結果を受け、利益予想修正の項目として経常利益を取り上げ、株式推奨と利益予想の増分情報内容を

検証するために、以下の(10)の回帰式を推定した。

$$CAR_{(-1,+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 REC + \alpha_2 \Delta REC + \alpha_3 \Delta OII + \alpha_4 \Delta OI2 + \varepsilon \quad (10)$$

図表7は、(10)式の推定結果を示している。利益予想修正を所与としても、株式推奨の水準と変更の変数は1%水準で有意であり、また株式推奨の

図表7 株式推奨と利益予想修正の情報内容を検証する回帰モデルの推定結果

	(10)	
	係数推定値	<i>t</i> 値
<i>Intercept</i>	0.001	(0.44)
<i>REC</i>	0.006	(4.03)**
<i>ΔREC</i>	0.038	(12.71)**
<i>ΔOII</i>	0.770	(8.61)**
<i>ΔOI2</i>	0.106	(2.38)*
<i>adj.R<sup>2</sup></i>	0.176	
<i>N</i>	2,008	

(図表注) \*5%水準で有意、\*\*1%水準で有意。

(注6) なお、本文には結果を載せていないが、サンプル数が激減している3期先経常利益の予想修正を追加した推定式では、その変数は有意という結果は得られなかった。



水準と変更を所与としても、1期先利益予想修正は1%水準で有意であり、2期先利益予想修正も5%水準で有意である。このことから、株式推奨と利益予想は、互いに増分情報内容を有していると言える。

#### 4.4 継続サンプルの情報内容

図表2にあるように、株式推奨変更の全サンプルのうち、格上げと格下げはそれぞれ4.4%と6.4%であり、継続サンプルが89.2%を占めている(注7)。そこでサンプルを格上げ・継続・格下げに分割して、株式推奨の変更公表日前後30日、計61日間の市場の反応を図示したものが図表8である。市場は、公表日周辺に、格上げに対しては上方に、格下げに対しては下方に、大きく反応していることが分かる。一方、継続に対しては、市場はほとんど反応を示していない。この結果は、

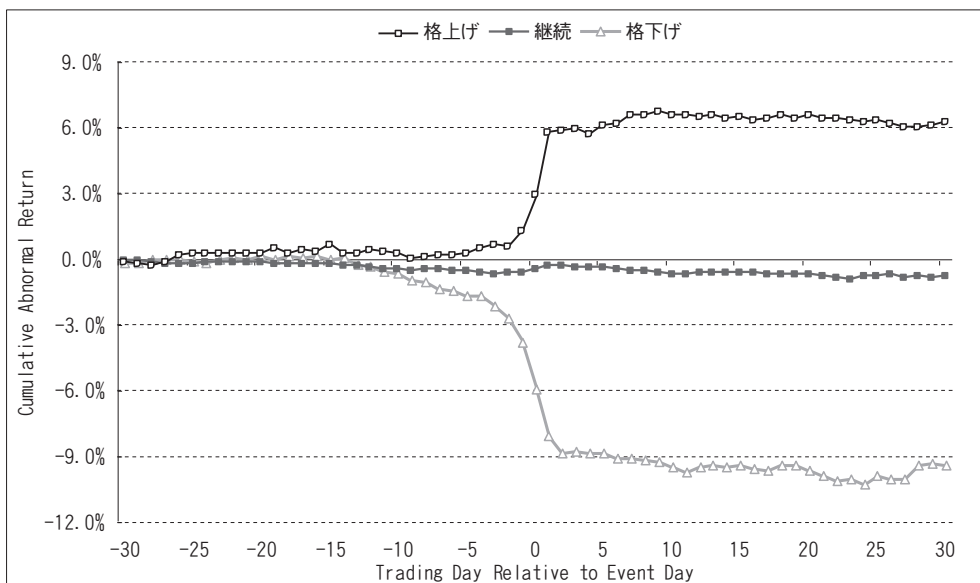
Barber *et al.* [2001] の結果と一致している。

また、Francis and Soffer [1997] は、株式推奨の変更(格上げ・継続・格下げ)公表日周辺についての情報内容を検証し、継続は情報内容を有していないという結果を報告している。そこで、Francis and Soffer [1997] と同様に、以下の(11)の回帰式を推定した。

$$CAR_{(-1,+1)} = \alpha_1 UPGRADE + \alpha_2 REITERATE + \alpha_3 DNGRADE + \varepsilon \quad (11)$$

説明変数のUPGRADEは格上げ、REITERATEは継続、DNGRADEは格下げを示すダミー変数である。図表9は、(11)式の推定結果を示している。結果は、3変数とも有意であり、格上げ、格下げの係数は、それぞれ0.052、-0.054とおおむね正負に対称な値となっている。一方、継続の係数は、0.003と非常に0に近い値であり、また有意ではあるものの、格上げ・格下げと比べて*t*値もかな

図表8 株式推奨変更別の累積異常リターン(イベント日前後30日)



(注7) 株式推奨の継続サンプル割合の多さは、米国の研究でも同様である。株式推奨変更の全サンプルのうち継続サンプルは、Francis and Soffer [1997] では78.9%、Barber *et al.* [2001] では50.6%、Brav and Lehavy [2003] では77.2%、Asquith *et al.* [2005] では65.5%を占めている。

図表9 株式推奨の変更サンプル区分別の情報内容を検証する回帰モデルの推定結果

	(11)	
	係数推定値	t値
UPGRADE	0.052	(10.62)**
REITERATE	0.003	(3.13)**
DNGRADE	-0.054	(-13.16)**
adj.R <sup>2</sup>	0.114	
N	2,277	

(図表注) \*5%水準で有意、\*\*1%水準で有意。

り低い値となっている。この結果は、株式推奨の変更の中で継続の情報内容が最も小さいということを示している。

#### 4.5 継続サンプルにおける利益予想修正の情報内容

アナリストが作成するレポートの9割近くには、投資判断の変更を伴わない継続が付与されている。そして、その公表に対して市場がほとんど反応を示していないとなると、これらのレポートを公表する意義が問われることになる。Brav and Lehavy [2003] は、株式推奨が継続である時、市場はレポートの他の情報すなわちアナリストが公表する利益予想や目標株価の修正に目を向けることを報告している。

そこで以下では、株式推奨の変更が継続であったサンプルを取り上げ、アナリストの利益予想修正との関連性を厳密に調査した。図表10は、サンプルを株式推奨の変更方向(格上げ・継続・格下げ)と1期先経常利益予想の修正方向(上方修正・修正なし・下方修正)に基づいて分類した上で、それぞれのサブサンプルの平均CAR<sub>(-1,+1)</sub>を載せている。格上げサンプルのCAR<sub>(-1,+1)</sub>は、利益予想修正の方向にかかわらず、すべて正であり、また、格下げサンプルのCAR<sub>(-1,+1)</sub>は、利益予想修正の方向にかかわらず、すべて負である。一方、継続

サンプルのCAR<sub>(-1,+1)</sub>は、利益予想修正が上方修正の場合は0.0152と正であり、利益予想修正が下方修正の場合は-0.0133と負である。この結果は、市場の反応の方向は、株式推奨に変更がある場合(格上げ・格下げ)にはその方向によって決定されるが、株式推奨に変更がない場合(継続)には利益予想修正の方向によって決定されるということを示しており、市場が第1に株式推奨、第2に利益予想に着目しているということを示唆している。

また、図表10では、利益予想の上方修正・修正なし・下方修正の3群間の平均CAR<sub>(-1,+1)</sub>の差を一元配置分散分析(One-way ANOVA)で検定した結果を載せているが、株式推奨が継続であったサンプルのみ、3群間の平均差が有意となっている。さらに、Benferroniの多重比較を行った結果も、継続サンプルのみ、利益予想の上方修正・修正なし・下方修正の間に有意な平均差を得ている。

最後に、継続サンプルのみを取り上げ、利益予想の修正公表日前後30日、計61日間の市場の反応を図示したものが図表11である。投資判断が継続であっても、市場は公表日周辺に、アナリストの利益予想が上方修正されると上方に、アナリストの利益予想が下方修正されると下方に反応していることが分かる。図表8を見る限りでは、市場は、継続に対してほとんど反応を示しておらず、情報内容がないように見受けられる。しかしながら、これは、アナリストの利益予想の上方修正と下方修正の反応が相殺された結果であり、図表11からは、同じ継続であっても、利益予想修正の内容によって市場が異なる反応を示していることが明らかである。

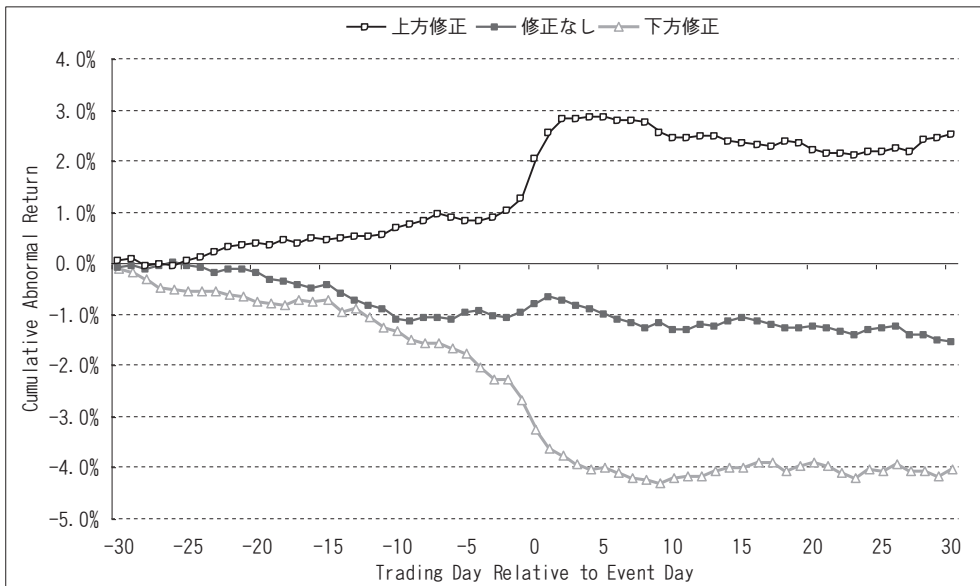
また、図表8の株式推奨変更と比較して、図表11の利益予想修正では、市場の反応が公表日以前から始まっている。これは、わが国では経営者予

図表10 継続サンプルにおける利益予想修正の情報内容の検証結果

株式推奨 変更方向	利益予想 修正方向	個数	平均CAR <sub>(-1,+1)</sub>	One-way ANOVA	多重比較
格上げ	1上方修正	64	0.0566	0.721	1-2 0.0145
	2修正なし	15	0.0420		1-3 0.0087
	3下方修正	17	0.0479		2-3 -0.0058
継続	1上方修正	714	0.0152	57.57**	1-2 0.0110**
	2修正なし	596	0.0042		1-3 0.0285**
	3下方修正	541	-0.0133		2-3 0.0175**
格下げ	1上方修正	22	-0.0376	1.844	1-2 -0.0039
	2修正なし	20	-0.0337		1-3 0.0214
	3下方修正	95	-0.0591		2-3 0.0253
合計		2,084	0.0020		

(図表注) \*5%水準で有意、\*\*1%水準で有意。

図表11 継続サンプルの利益予想修正方向別の累積異常リターン（イベント日前後30日）



想が頻繁に公表されるので、わが国のアナリスト予想がその影響を受けているためと思われる。また経営者予想以外にも、他証券会社のアナリストによる利益予想の公表があるので、利益予想の修正が市場において順次反映されていった結果によるものとも推測される。

## 5. 終わりに

本稿では、アナリストレポートに含まれる株式推奨と利益予想を取り上げ、それらの情報内容および関連性を調査した。これまでの先行研究では、株式推奨と利益予想は別個に取り上げられて分析が行われていたが、本稿では同時に取り上げて分析を行った。

最初に、アナリストの業績予想項目である売上高・営業利益・経常利益・当期利益の中で、市場が経常利益に最も着目しているという結果を受け、利益予想修正として経常利益を用いて、株式推奨との増分情報内容を調査した。結果は、両者には増分情報内容があり、さらに経常利益予想は2期先まで有用であるというものであった。このことから、アナリストレポートに記載されている株式推奨と利益予想には、それぞれ固有の情報が含まれていると言える。

次に、株式推奨変更と利益予想修正との関連性をより詳細に調査したところ、アナリストレポートの公表に対する市場の反応の方向は、株式推奨に変更がある場合（格上げ・格下げ）には、利益予想の修正方向（上方修正・修正なし・下方修正）に関係なく、株式推奨の変更方向によって決まるが、株式推奨に変更がない継続の場合には、利益予想の修正方向によって決まるという結果であった。このことから、投資家が注目する情報としては、第1が株式推奨で、第2が利益予想であると言える。

以上、本稿の結果から、投資家は、アナリストレポートに記載されている株式推奨のみならず、短期および長期の利益予想情報にも注意を払って、投資意思決定を行っていると言える。しかしながら、株式推奨や利益予想情報は、多いときには数十ページにも及ぶアナリストレポートのサマリー情報にすぎない。今後は、レポートの内容を詳細に分析することによって、市場におけるアナリストの役割をより一層明確に解き明かす必要があるであろう。

本稿の作成に当たり、二人の匿名のレフェリーから大変貴重なコメントを頂きました。また、データの入力に関しては、大西直子さんから多大な援助を賜りました。ここに記して、感謝申し上げます。

#### 【参考文献】

- 阿部圭司 [1999] 「アナリストによる利益予測と株価」、『高崎経済大学論集』第42巻第1号、33-49ページ。
- 阿部大輔・加藤直樹・北川哲雄 [2006] 日本証券アナリスト協会編『証券アナリストのための企業分析』第3版、東洋経済新報社。
- 太田浩司・近藤江美 [2008] 「株式レーティングの公表に対する市場の反応—株価と出来高の検証—」、Working Paper、兵庫県立大学。
- 北川哲雄 [2007a] 『資本市場ネットワーク論—IR・アナリスト・ガバナンス—』、文眞堂。
- [2007b] 「アナリスト格付けの絶対性と相対性」、『関東学院大学経済系』233、14-36ページ。
- 近藤江美 [2009] 「セルサイド・アナリストの役割と株式レーティングに関する研究」、『星陵台論集』第41巻第3号、159-192ページ。
- 坂本なおみ [1996] 「コンセンサス利益予想の変化と株価」、『証券アナリストジャーナル』第34巻第3号、24-41ページ。
- 山田真弘 [1995] 「アナリスト予想のアナウンスメント効果に関する経験的証拠」、『産業経理』55 (3)、125-131ページ。
- Abdel-khalik, A. and B. Ajinkya [1982] “Return to informational advantages: The case of analysts’ forecast revisions,” *Accounting Review* 57, pp.661-680.
- Asquith, P., M. Mikhail, and A. Au [2005] “Information Content of Equity Analyst Reports,” *Journal of Financial Economics* 75 (2), pp.245-282.
- Barber, B. M., R. Lehavy, M. McNichols, and B. Trueman. [2001] “Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns,” *The Journal of Finance* 56 (2), pp.531-563.
- Beneish, M. [1991] “Stock Price and the Dissemination of Analysts’ Recommendations,” *Journal of Business* 64 (3), pp.393-416.
- Bjerring, J., J. Lakonishok, and T. Vermaelen [1983] “Stock Price and Financial Analysts’ Recommendations,” *The Journal of Finance* 38 (1),

- pp.187-204.
- Bradshaw, M. [2002] “The Use of Target Prices to Justify Sell-Side Analysts’ Stock Recommendations,” *Accounting Horizons* 16 (1), pp.27-41.
- Brav A. and R. Lehavy. [2003] “An Empirical Analysis of Analysts’ Target Prices: Short-term Informativeness and Long-Term Dynamics,” *The Journal of Finance* 58 (5), pp.1933-1967.
- Elton, E., M. Gruber, and S. Grossman [1986] “Discrete Expectational Data and Portfolio Performance,” *The Journal of Finance* 41 (3), pp.699-713.
- Francis, J., and L. Soffer [1997] “The Relative Informativeness of Analysts’ Stock Recommendations and Earnings Forecast Revisions,” *Journal of Accounting Research* 35 (2), pp.193-211.
- Hirst, D., L. Koonce, and P. Simko [1995] “Investor Reactions to Financial Analysts’ Research Reports,” *Journal of Accounting Research* 33 (2), pp.335-351.
- Liu, P., S. Smith, and A. Syed [1990] “Stock Price Reactions to The Wall Street Journal’s Securities Recommendations,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25 (3), pp.399-410.
- Lloyd-Davies, P., and M. Canes [1978] “Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information,” *Journal of Business* 51 (1), pp.43-56.
- Stickel, S. [1995] “The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations,” *Financial Analysts Journal* 51 (5), pp.25-39.
- Womack, K. [1996] “Do Brokerage Analysts’ Recommendations Have Investment Value?” *The Journal of Finance* 51 (1), pp.137-167.

(この論文は投稿論稿を採用したものです。)