

2012年5月23日 アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

講師：アルバータ大学 渡邊雅弘准教授 渡邊安芸子准教授

演題：The Investment Value of Management Earnings Forecasts

日時：2012年5月23日(木)15:30～17:30

要旨

日本の上場企業は、平均して年に5回、経営者側が予想利益、配当、売上高等についての業績見通しをメディアに対して発表している。これは日本特有の慣行であり、他の国ではこのように定期的に業績見通しを発表することはあまりない。この、世界的に見ても恵まれたデータを活用して、経営者の業績見通しと投資価値との関係を調べるのが、この研究の目標である。実証研究では、日本の株式市場の値動きについて、**Value Effect**は強いものの、**Momentum**については日本が例外であるとの見方が強い。また、経営者の発表する業績見通しは、市場のアナリストの見通しよりも重要な情報を含んでおり、株式のリターンとも連動しているといわれている。

株価の動きに関する理論モデルは下記のようなものである。配当が一定の割合で成長する **Gorton Growth model** の仮定のもとで、株価を複数の要素に分解し、かつモデルと実際の収益との残差が、利益予想等の'other information'をあらわす **AR Process** に従うとする。このとき、一定のパラメータの仮定のもとでは、予想利回りは **book-to-market** の価値の増加関数で、一方実現された **earnings-to-price ratio (EP)**の減少関数である。後者は一見直観に反するが、会計学の論文の中でクロスセクション分析を行うと、確かに **EP** と予想利回りの相関が負であることが分かる。

この研究では、日経より提供された、業績予想の（アナウンスメントの日付も含めた）データを元に分析を行った。これには、株価、収益、配当などのマーケット情報が含まれている。ここから得られた結論は、予想された **EP** に基づいての売買戦略が、統計的に有意で、かつ経済的にも大きなプレミアムを生み出しているということである。また、それは **value premium** とも独立である。さらに、企業の **size and value factors** や **Earning momentum** をコントロールしても、結論は変わらず、この結果は統計的に頑健である。

さらに、サンプルとして取られた期間の後半、すなわち日本企業が連結決算見通しを発表するようになり、なおかつ日本が長期にわたる不況状態に置かれた **1995年** から **2010年** にかけてのデータでは、この効果は倍増している。

今後の研究課題としては、収益見通しの正確性が株式リターンとどのように関連するか、経営者の業績見通しがアナリストの見通しよりも本当に正確なのか、また、日本企業は収益見通しだけではなく配当見通しもアナウンスするが、これに関するサプライズ

はどのように株価に影響するか、といった論点が考えられ、分析結果を再検討する際に有用になるであろう。

以上