

企業によるコミュニケーションとアナリスト予想のタイミング

小谷学（熊本学園大学）

本研究の目的は、戦略的な企業とアナリストの間において、企業からアナリストへ私的に提供される情報の質と、アナリスト予想の提供タイミングがどのように決定されるかを明らかにすることである。

よく知られているように、アナリスト予想は迅速に発行される傾向がある。例えば、Livnat and Zhang (2012)は100万通を超えるアナリスト・レポートを調査し、その56%が決算発表や10-K, 10-Q, 8-Kの提出日から3日以内に提供されていることを指摘した。ではなぜ、アナリストは迅速に予想を提供するのか。予想提供のタイミングはどのような要因によって決まるのか。これらの疑問に初めて答えた数理モデルとして Guttman(2010)がある。本研究はその拡張を図ったものである。

本研究において、企業はアナリストとの間で私的にコミュニケーションを行い、企業価値に関する情報を提供する。企業には、できるだけ早期にリスク資産価格の情報提供性（情報効率性）を高めようとする動機がある。一方、アナリストは企業とのコミュニケーションを通じて高めた予測能力と、公的情報を解釈することで得た予測能力をもとに、資産価値に関する予想を形成する。アナリストはその予想を情報トレーダーに対して販売し、アナリストから予想を購入した情報トレーダーは、その予想情報に基づいて取引を行うことで利得を得る。

時間の経過に伴って公的情報は正確になってゆくことから、アナリスト予想も正確性を増すことになり、そのぶん情報トレーダーにとっての価値は高まることになる。その一方で、公的情報の正確性が向上することにより、他の市場参加者が入手する情報の精度も高まり、アナリスト予想の優位性は低下してゆく。つまり、アナリスト予想の価値に関しては、正確性と迅速性の間にトレードオフがある。このようなトレードオフを考慮して、アナリストは情報トレーダーにとっての価値を最大化するように、アナリスト予想の提供タイミングを決定するのである。

逆向き推論法による分析の結果、企業によるコミュニケーションの最適水準とアナリスト予想の最適なタイミングを陽に表すことができた。また、比較静学により、以下のことが判明した。第1に、アナリストの公的情報を解釈する能力が高くなるほど、アナリスト予想の提供タイミングは遅くなる。この点は、先行研究 (Guttman 2010)の結果と一致する。第2に、企業が負担する時間待ちのコストが高くなるほど、企業はアナリストとのコミュニケーションの水準を高く設定し、またそれに伴ってアナリスト予想のタイミングは早くなる。第3に、リスク資産価値のボラティリティが小さいほど、コミュニケーションの水準は高くなるが、アナリスト予想のタイミングに影響することはない。最後に、アナリストの情報解釈能力とコミュニケーションの水準の関係は単純ではなく、パラメータの値に依存して

決まる。したがって、アナリストの情報解釈能力が高まるにつれて、企業がコミュニケーションの水準を高めるケースもあれば、意外なことに、逆に低下させるようなケースもある。

本研究の特徴は2つある。第1は、マイクロストラクチャーのフレームワークを援用することで、先行研究に見られた論理的欠陥を修正したことである。Guttman(2010)では、無数の投資家から構成される証券市場が想定されており、その中の1人の投資家に対してアナリストが予想を提供すると、その投資家は当該予想に基づいて取引を行う。彼のモデルでは、株式の供給量は一定で、個々の投資家は非常に小さく、売買取引は価格に影響を与えないものと仮定されている。しかしながら、株式の供給量が固定されていて、情報に通じた投資家から発注を行う以上、取引が価格に影響しないという仮定は矛盾を含んでいる。そのような場合、情報に通じた投資家の取引は完全に情報を顕示するはずであり、取引相手はそれを予想するため、彼は利益をあげられないはずである。Guttman(2010)にはそのような論理的欠陥があると考えられる。それに対し、本研究では、それぞれ1人の情報トレーダー、ノイズ・トレーダー、およびマーケット・メーカーからなる証券市場を想定している。そこでは、ノイズ・トレーダーによるランダムな取引が行われるため、アナリスト予想に基づいて行われる情報トレーダーからの発注は完全には情報を顕示せず、情報トレーダーには利益を獲得する機会が生まれる。この点で、本研究は先行研究の論理的な欠陥を克服しており、より頑健な設定となっていると思われる。

第2の特徴は、アナリストの予想能力の内生化を図った点である。先行研究では、アナリスト予想の精度は、アナリストが当初から保持している予測能力から生じる要素と、公的情報の解釈によって生じる要素から構成されている。そして、前者は外生的に決定されており、それがどのようにして獲得されたのかは明らかでない。それに対し、本研究では、Guttman(2010)のフレームワークに企業を導入し、アナリストと企業の相互作用を分析する。具体的には、本研究では、アナリスト予想の精度を構成する2つの要素のうち、前者は企業とのコミュニケーションによって決定されると考える。こうすることで、アナリストの予測能力を内生化しているのである。

以上のように、本研究では、Guttman(2010)にマイクロストラクチャーのフレームワークと、企業というプレイヤーを組み入れる。こうすることで、より頑健な設定のもとで、企業のコミュニケーションとアナリスト予想の関係について、リッチなインプリケーションを得ることができると考えられる。

引用文献

- Guttman, I. 2010. The Timing of Analysts' Earnings Forecasts. *The Accounting Review* 85(2): 513-545.
- Livnat, J. and Y. Zhang. 2012. Information Interpretation or Information Discovery: Which Role of Analysts do Investors Value More? *Review of Accounting Studies* 17(3): 612-641.