

## 産業内におけるアナリスト・レーティングの 情報波及効果

加藤 政 仁

### 一、はじめに

昨今、I R活動に積極的な上場企業は非常に多い。I Rとは、Investor Relationsの略で、自社の経営戦略や財務状況、業績や今後の見通しなどを投資家に向けて広報するための活動のことをいう。具体的な活動には、金融商品取引法が定める法定開示や証券取引所が定める適時開示、統合報告書やアナニュアル・レポートなどの企業が自発的に行う情報開示がある。また、企業説明会や決算

説明会など、企業と投資家が双方の間で行う情報共有もI R活動に含まれる。こうした情報開示は、自社の魅力を伝達する有用な手段であり、投資家の獲得に寄与するものである。投資家の立場においても、投資対象の現状や将来性の理解を容易にするものであり、情報に基づいた投資判断を下すことを可能にする。

企業のI R活動は、情報効率の観点から論じれば、価格形成や投資家保護を促進することになり、証券市場の機能を正常な状態へと近づけることに寄与する。一方、投資家が処理できる情報に

は限度があるわけで、証券市場に出回る情報が膨大になれば、投資家は自身の処理能力を超えない範囲で情報を受容し、自らの投資判断に生かす。

二〇二一年四月現在、東京証券取引所の第一部（以下、東証一部とする）には、二、〇〇〇社を超える企業が上場している。いかなる投資家であつたとしても、これらの企業が開示する情報を十分に精査し、そのうえで投資判断を下すことは不可能であろう。

このように情報過多というべき昨今の証券市場においては、企業から投資家への情報伝達をサポートする主体は極めて重要であり、その一翼を担うセルサイド・アナリスト（以下、アナリストとする）には大きな期待が寄せられている。<sup>11)</sup> 本稿は、こうした現況を鑑み、①アナリストによる情報提供が当該企業の株価形成にどのような影響を及ぼすか、②個別企業を対象としたアナリス

ト情報が同業他社の株価形成にも作用するのかわらかにしていきたいと考える。

## 二、本邦の証券市場におけるアナリスト・カバレッジの状況

図表1は、本邦の証券市場におけるアナリスト・カバレッジの状況を取りまとめたものである。アナリスト・カバレッジの特定については、対象企業を東証一部に上場する企業、対象期間を二〇一八年一月から二〇一九年二月とし、この二年間に少なくとも一件以上のレーティング（投資推奨ともいう）が付与された企業を「アナリスト・カバレッジがある企業」として集計している。レーティング情報に関するデータは、DZN Financial Research社のトレーダーズ・ウェブが提供する「注目レーティング」から取得してい

産業内におけるアナリスト・レーティングの情報波及効果

図表 1

日経業種中分類	東証1部 上場企業数	アナリスト・ カバレッジ がある企業数	1社当たりの アナリストの人数	アナリスト1人当たりの レポートの数
食品	82	34 (41.5%)	4.3	5.2
繊維製品	34	9 (26.5%)	3.2	4.7
パルプ・紙	12	5 (41.7%)	3.0	4.9
化学	142	56 (39.4%)	4.2	4.9
医薬品	41	27 (65.9%)	5.9	4.3
石油	9	5 (55.6%)	4.2	4.9
ゴム	11	6 (54.5%)	5.0	4.7
窯業	33	15 (45.5%)	4.6	5.5
鉄鋼	33	12 (36.4%)	5.7	5.6
非鉄金属製品	66	27 (40.9%)	3.8	5.6
機械	140	53 (37.9%)	4.5	4.5
電気機器	167	96 (57.5%)	5.2	5.3
造船	4	2 (50.0%)	7.0	4.5
自動車	53	31 (58.5%)	6.1	5.9
輸送機器	9	3 (33.3%)	2.3	4.3
精密機器	33	17 (51.5%)	5.6	5.3
その他製造	56	16 (28.6%)	3.8	4.7
水産	7	2 (28.6%)	2.0	3.0
鉱業	7	3 (42.9%)	4.7	6.4
建設	108	32 (29.6%)	4.1	4.1
勝者	189	39 (20.6%)	3.5	4.1
小売業	155	55 (35.5%)	4.1	4.5
銀行	89	24 (27.0%)	5.2	3.9
証券	15	6 (40.0%)	3.0	4.3
保険	8	8 (100%)	6.1	3.1
その他金融	111	53 (47.7%)	4.2	3.0
不動産	74	27 (36.5%)	3.6	3.8
鉄道・バス	23	16 (69.6%)	3.6	2.7
陸運	21	12 (57.1%)	4.7	3.4
開運	8	3 (37.5%)	7.0	4.0
空運	3	1 (33.3%)	8.0	4.0
倉庫	24	6 (25.0%)	3.5	3.0
通信	26	16 (61.5%)	4.9	4.0
電力	13	12 (92.3%)	5.9	3.9
ガス	7	4 (57.1%)	4.8	4.1
サービス	473	135 (28.5%)	3.1	4.4
全社	2286	868 (38.0%)	4.3	4.6

る。<sup>(2)</sup>

東証一部に上場する企業の総数は二、二八六社あり、このうち八六八社の企業にアナリスト・カバレッジが存在している。これは、東証一部の三八・〇％に相当する。次に、アナリスト・カバレッジが存在する企業に焦点を当て、当該企業が何人のアナリストによってカバーされているか、彼ら一人当たりがどの程度のレーティング情報を公表しているかを調べてみた。一社当たりのアナリストの人数は四・三人であり、一人につき四・六件のレーティング情報を提供していた。

産業別では、アナリスト・カバレッジの有無、アナリストの人数およびレーティング情報の提供回数ともに、産業間で大きなばらつきがみられた。こうした産業間でのばらつきについては、多くの既存研究がその理由を明らかにしている。例えば、Chang et al. (2006) は、売上の大きい企

業や産業占有率が高い企業、成長力のある企業やインデックスに構成される銘柄など、アナリストは投資家が注目する企業をカバーする傾向が高いことを示す。こうした傾向は本邦の証券市場にも概ね当てはまっている。

### 三、レーティング情報と対象企業の株価反応

レーティングは、三段階（買い・中立・売り）のものと、五段階（強買い・買い・中立・売り・強売り）のものに大別される。同じ三段階であっても、買い・中立・売りのそれぞれの基準は証券会社ごとに異なるが、それほど大差があるというわけではない。対して、三段階と五段階の間には、歴然たる違いがある。本稿は、本節および次節において、レーティング情報と株価の反応の関

図表2

		最新レーティング		
		買い推奨	中立推奨	売り推奨
前回 レー ティ ン グ	買い推奨	5533 (37.77%)	582 (3.97%)	14 (0.10%)
	中立推奨	529 (3.61%)	6780 (46.28%)	203 (1.39%)
	売り推奨	11 (0.08%)	177 (1.21%)	820 (5.60%)
総数		6073 (41.46%)	7539 (51.46%)	1037 (7.08%)

連性を計測していく。可能な限り同等の条件で検証を行う必要があることから、以後の検証には三段階のレーティングのみを用いている。<sup>(3)</sup>

図表2は、二〇一八年一月から二〇一九年二月の二年の間に、東証一部に上場する企業を対象としたレーティング情報の分布を示したものである。全部で一四、六四九件のレーティング情報が提供されており、このうち買い推奨が六、〇七三件（四一・四六％）、中立推奨が七、五三九件（五一・四六％）、売り推奨が一、〇三七件（七・〇八％）であった。これらの数字が示すとおり、レーティング情報は買い推奨・中立推奨・売り推奨が均等に分布しているわけではなく、買い推奨や中立推奨に多く偏っている。

次に、最新レーティングが、前回レーティングからどのような変更を遂げているかをみていく。まずは、最新レーティングと前回レーティングが

同等の内容で継続されるケースである。全体のサンプルのうち、買い推奨の継続は五、五三三件（三七・七七％）、中立推奨の継続は六、七八〇件（四六・二八％）、売り推奨の継続は八二〇件（五・六〇％）で、これらは全体の約九割を占めている。対して、格上げとなったのは、「中立推奨↓買い推奨・五二九件（三・六一％）」と「売り推奨↓中立推奨・一七七件（一・二二％）」、「売り推奨↓買い推奨・一一件（〇・〇八％）」である。また、格下げになるのは、「買い推奨↓中立推奨・五八二件（三・九七％）」と「中立推奨↓売り推奨・二〇三件（一・三九％）」、「買い推奨↓売り推奨・一四件（〇・一〇％）」である。格上げ・格下げともに、一段階の変更は全体サンプルの四〜五％程度を占めており、いずれかへの顕著な偏りはみられない。二段階という急激な変更も僅かではあるが確認されたが、格上げ・格下

げともに極めて稀なケースといえる。

ここからは、レーティング情報の公表が、対象企業の株価にどのような影響を及ぼすかをみていく。レーティング情報が投資家の投資判断材料として活用されているならば、情報の公表日には株価に反応が起こる。ただ、ここで気を付けなければならぬのは、レーティング情報の公表日に対象企業の株価に反応が起こったとしても、その全てがレーティング情報によるものとは限らないということである。つまりは、株価に影響を及ぼす別の情報が同時期に発表されていたり、市況と連動して変動する部分があるなど、株価の変動には様々な要因が関与している可能性がある。本稿は、レーティング情報に対する純粋な株価反応を必要とする。そこで、レーティング情報の公表日の前後五日間に株価に影響を及ぼす別の情報（法定開示、適時開示、他のアナリストによるレー

ティング)がないサンプルのみを用いることにした。また、市況による影響に関してはイベント・スタディ法を用いることで対処することとした。

図表3は、レーティング情報の公表前後の各社の累積超過リターン (Cumulative Abnormal Return : CAR) の中央値を明示したものである<sup>(4)</sup>。

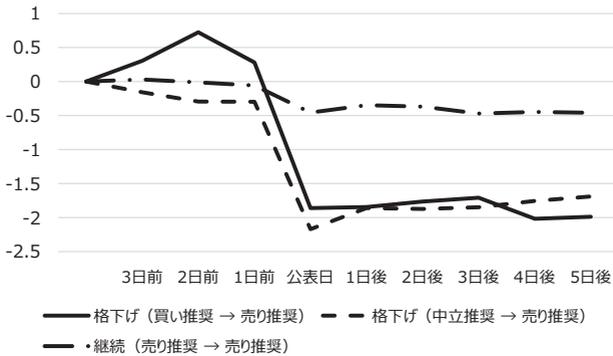
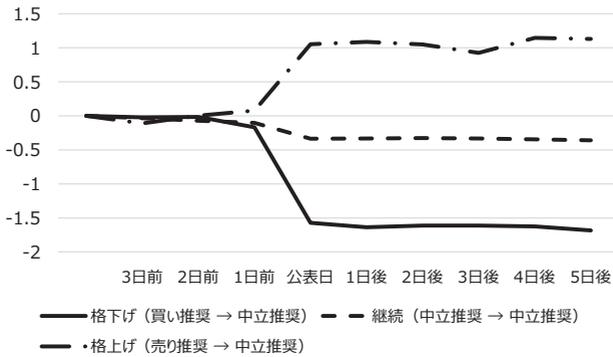
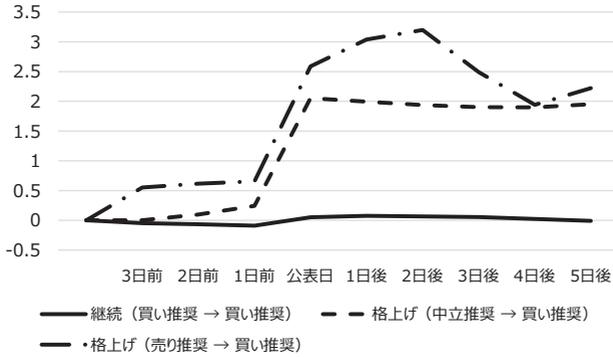
ここでは、レーティング情報の公表前日から公表二日後までの四日間の株価の変化に注目してほしい。以下、この期間の累積超過リターンをCAR (-1 to 2) と表記している。

まずは、図表3の上段である。こちらは、買い推奨が公表された際の株価反応を示した図表である。最新レーティングが買い推奨となるのは、前回から買い推奨が継続される場合、中立推奨から一段階格上げとなる場合、売り推奨から二段階格上げとなる場合の三つのパターンが存在する。買い推奨が継続される場合、CAR (-1 to 2) はほぼ

ゼロであり、株価がほとんど反応をみせないことを示す。対して、前回から一段階(二段階)の格上げの末に買い推奨となった場合、当該企業の株価は正の方向に反応する。具体的な数値でいえば、一段階格上げのCAR (-1 to 2) は一・八四%、二段階格上げは一・五八%である。

次は、中立推奨が公表された際の株価反応を示した図表3の中段をみていく。最新レーティングが中立推奨となるのは、前回に引き続き中立推奨が継続される場合、売り推奨から一段階格上げとなる場合、買い推奨から一段階格下げとなる場合である。まずは、中立推奨が継続される場合をみてみると、株価には若干下落しているようにみえる。しかし、この下落は統計上の有意な変化ではなかった。対して、前回から一段階格上げの時はCAR (-1 to 2) が一・〇五%、一段階格下げ時はCAR (-1 to 2) が一・一六〇%であった。

図表3



最後は、図表3の下段である。こちらは、売り推奨が公表された際の株価反応を图示したものである。上述の買い推奨や中立推奨のときと同じように、売り推奨が継続される場合には株価に有意な反応はみられず、前回から一段階（二段階）の格下げが行われた場合には1・五八%（1・二・四九%）のCAR（-1 to 2）が観測された。

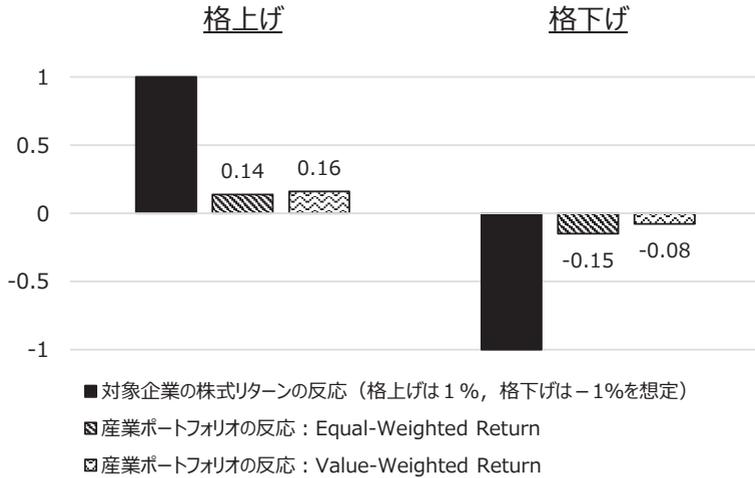
以上をまとめると、レーティング情報の公表に對して、情報内容に変更がなければ株価は反応しない。對して、前回とは異なる内容のレーティング情報が公表されると、格上げの場合は株価がプラスに反応し、格下げの場合はマイナスに反応する。また、二段階の格上げ・格下げのような急激なレーティング情報の変更が起こると、株価の反応の程度はより大きいものになるというものであった。これらは、既存研究（太田・近藤二〇一〇一、中井二〇一四）と整合する結果である。

#### 四、レーティング情報と産業内における情報波及効果

変更を伴うレーティング情報が公表されると、当該対象企業の株価には反応がみられた。これは、レーティング情報が有用な投資判断材料として、投資家の投資選択に影響を及ぼすことを示唆する結果といえよう。

本節は、こうしたレーティング情報の変更が、単に対象企業の株価にのみ影響するものなのか、それとも対象企業が属する産業全体にまで影響をもたらすのかを検証する。具体的には、レーティング情報の対象企業と同一産業に属する企業で構成される産業ポートフォリオを構築し、対象企業へのレーティング情報の公表が産業ポートフォリオ・リターンにどの程度の影響を及ぼすかを計測

図表4



する。<sup>(5)</sup> なお、ここでも先程と同様に、産業ポートフォリオ・リターンの純粋な反応を抽出する必要があるので、ポートフォリオの構成銘柄に際しては、公表前後五日間に株価に影響を及ぼす情報(法定開示、適時開示、自社へのレーティング情報)が開示されていないサンプルのみを構成銘柄とした。また、市況の変化による影響についても、前節と同様に、イベント・スタディ法を用いて制御することとした。

図表4は、格上げ(格下げ)レーティングで対象企業のCAR(-1 to 2)が1%(1-1%)反応したと想定した場合、産業ポートフォリオ・リターンにはどの程度の変化が生じるかを表したものである。<sup>(6)</sup> 図表4には、産業ポートフォリオ・リターンをEqual-WeightとValue-Weightの両方で計算したものを提示しているが、以後を含めていずれも同様の結果となることから、本文では

Equal-Weight で計算した産業ポートフォリオ・リターンの数値について記述している。

まずは、対象企業のレーティングが前回から格上げとなった場合である。対象企業のレーティング情報が格上げされ同社の株価が1%上昇すると、同業他社の株価は平均して0.14%上昇する。前述のとおり、産業ポートフォリオの構成に際しては、株価が変動するような別の情報開示がある企業は除いている。また、市況の変化による影響もイベント・スタディ法によりコントロールしている。ということは、この0.14%という反応は対象企業のレーティング情報から波及したものの (Information Transfer) と考えることができよう。

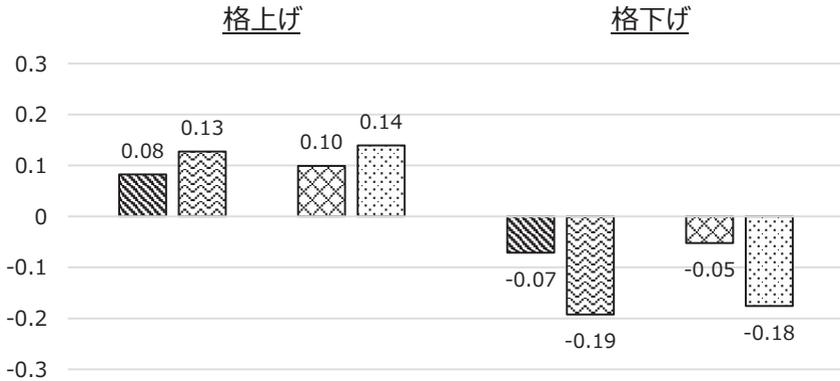
次に、対象企業のレーティング情報が格下げとなった場合である。対象企業のレーティング情報が格下げになると、同社の株価は下落する。仮

に、その下落幅が1%であったとき、同業他社の株価が平均して0.15%下落することを示す。

格上げの場合と同様、対象企業と同業他社の株価反応には、正の関係があることが確認されたことになる。

こうした正の関係について、少し補足しておきたい。学術研究の世界では、産業内の情報波及効果は Contagion Effects と Competitive Effects の大きく二つに分けられる (Akingbe et al. 2006 など)。前者の効果は、ある主体の情報が他社の情報生産にも適用されるときにみられる効果で、両主体が同様の反応を示す。対して後者は、ある主体の情報によって他社の価値に毀損をもたらす効果 (例えば、マーケットシェアの拡大を目的とした M&A など) で、両者の間で逆の反応がみられるのが特徴である。今回の結果について考えると、対象企業と同業他社の株価は同じ反応を示し

図表5



- 産業ポートフォリオ(アナリスト・カバレッジ有り)の反応 : Equal-Weighted Return
- ▨ 産業ポートフォリオ(アナリスト・カバレッジ無し)の反応 : Equal-Weighted Return
- ▩ 産業ポートフォリオ(アナリスト・カバレッジ有り)の反応 : Value-Weighted Return
- 産業ポートフォリオ(アナリスト・カバレッジ無し)の反応 : Value-Weighted Return

ており、「Contagion Effects>Competitive Effects」という関係が成り立っていると解釈できよう。最後に、図表5を示したい。こちらは、アナリスト・カバレッジがある企業とない企業で、業内の情報波及効果が異なるかを示したものである。先程と同様に、格上げレーティングで対象企業のCAR(-1 to 2)が1%上昇したと想定すると、同業他社の株価はアナリスト・カバレッジがあるグループでは○・○八%、アナリスト・カバレッジがないグループでは○・一三%の上昇がみられることを示す。格下げレーティングでは、対象企業の1%の株価下落に対して、アナリスト・カバレッジがあるグループは○・○七%、アナリスト・カバレッジがないグループは○・一九%ほど株価が下落すること示している。いずれにおいても、アナリスト・カバレッジが存在しない企業グループほど、株価の反応が大きくなるのが特徴

である。

本邦の東証一部に上場する企業うち、アナリストによってカバーされ投資家への情報提供が活発に行われている企業は全体の四割程度、残りの六割の企業には企業から投資家への情報伝達をサポートする主体がいらない（前掲の図表1より）。図表5の結果は、アナリスト・カバレッジがある企業は、企業から投資家への情報伝達をサポートする主体であるアナリストが普段からその職務を全うしていることから、企業価値に関する情報が ある程度は投資家に浸透している。対して、アナリストが存在しない企業はそうではなく、企業を取り巻く情報環境が発達していない。こうした情報環境の違いが、図表5が示すような差をもたらす結果となったと解釈できる。また、その裏返しとして、アナリスト・カバレッジが存在する企業は、相対的に情報環境の質が高いことを示唆する

結果にもなり、アナリストの情報提供者として機能を垣間見ることができたことになる。

## 五、まとめ

本稿は、アナリストが公表するレーティング情報の有用性を測るべく、レーティングの対象企業および対象企業の同業他社の株価反応を用いた検証を行った。主な検証結果として、変更を伴うレーティング情報の公表は、対象企業の株価に影響をもたらしていた。一方、変更を伴わないレーティング情報の場合、対象企業の株価には反応がみられなかった。同業他社の株価への影響については、対象企業と同方向の株価反応をみせることがわかった。また、その反応の大きさは、アナリストにカバーされていない企業ほど大きいというものであった。以上のとおり、情報過多というも

いべき昨今の証券市場においては、アナリストは企業から投資家への情報伝達をサポートする主体としてその職務を果たしていることが確認できた。とりわけ、産業内における情報波及効果については、本邦の証券市場を対象とした調査は、筆者が知る限り存在しない。その点は本稿の主たる貢献といえよう。

(注)

(1) アナリストとは、企業に関する情報収集や分析を通じて、当該企業の株式に関する価値評価を行い、その評価結果を投資家に提供する情報提供者である。アナリスト情報が投資家から重宝されるのは、①企業が開示する多種多様な情報を用いた分析に基づく価値評価を行っていること、②独自の情報収集や自らの経験則に基づく見解など、追加情報ならびに専門的知見に基づく価値評価を行っていること、③産業の将来性や産業内での競争環境など、マクロ的な視点も織り込んだ価値評価を行っていることがその理由として挙げられる。

(2) DZJ Financial Research社のトレーダーズ・ウェブが提供する「注目レーティング」は、本邦の主要証券会社が提供するレーティング情報を取りまとめた情報ベンダーであり、ユーザーは原則無料でそれらの情報を利用することができる。本稿は、昨今の情報過多な本邦の証券市場において、レーティング情報が投資家にとって有益な投資判断材料になりうるかを明らかにすることを主旨としていることから、汎用性の高いレーティング情報を検証には用いることとした。

(3) DZJ Financial Research社のトレーダーズ・ウェブが提供する「注目レーティング」には、大和証券、野村證券、S M B C日興証券、三菱UFJモルガン・スタンレー証券、クレディ・スイス証券、ゴールドマン・サックス証券、ドイツ証券、マツコリーキャピタル証券、モルガン・スタンレーMUFJ証券、J Pモルガン証券、UBS証券に属するアナリストのレーティング情報が収録されている。このうち、五段階のレーティングを採用している大和証券を除く、残りの証券会社に属するアナリストのレーティング情報を本稿では用いている。

(4) 超過リターン (Abnormal Return) は、イベント前四〇営業日から前二一日までの一二〇日を推定期間とし、マーケット・モデルを用いて算出した。

- (5) 同業他社は、レーティング情報の公表前一日〇日時点に、対象企業と日経業種中分類コードが同じ企業とした。
- (6) 前節のとおり、レーティング情報の格上げは対象企業の株価に正の反応をもたらす。また、格上げの程度が大きいほど、株価の反応は比例して大きくなる。さらには、同じ一段階の格上げであっても、「中立推奨→買い推奨」と「売り推奨→中立推奨」の両者の間には差異があるし、全ての産業で同程度の反応を示すわけではない。本稿は、これらの要因をコントロールしたうえで数値を図表4に記載している。紙幅の都合上、コントロールに要した説明は割愛することをご容赦いただきたい。

引用文献

- 太田浩司・近藤江美(二〇一)、 「株式レーティングの公表に対する市場の反応ー株価と出来高の検証ー」、 『経営財務研究』、 第二九巻第一・二合併号、 五〇ー八四頁。
- 中井誠司(二〇一四)、 「アナリストによる投資推奨の変更と株価リターン」、 『現代ディスクロージャー研究』、 第一四巻、 二五ー四一頁。
- Akhigbe, A., J. Madura, and M. Newman, (2006), "Industry Effects of Analyst Stock Revisions", *The Journal of Financial Research*, Vol.29 (2), pp.181-198.

Chang, X., S. Dasgupta, and G. Hilary, (2006), "Analyst Coverage and Financing Decisions", *The Journal of Finance*, Vol.61 (6), pp.3009-3048.

(かとう まさひと・京都大学経営管理大学院講師)  
当研究所客員研究員