

要 旨

投資家が観測できる情報は、マクロ経済全体に関するマクロニュースと、個別企業に関するマイクロニュースに大別できる。この場合、投資家はどちらのニュースに対して、優先して注意を向けるのだろうか。また、複数のマイクロニュースが存在する時、どのような企業に対して投資家は注意を向けるのか。

本書は、マクロニュースが同日に公開されるか否かによって、企業の決算発表に対する株価の反応がどう変化するかを分析する。また、本書では日本市場でのマクロニュースが何か、投資家はマイクロニュース間でどのように注意を配分しているのかを明らかにする。

本書の分析の結果、わが国の家計調査と消費者物価指数、米国の連邦公開市場委員会の政策決定会合の公表日には、市場リターンの平均がそれ以外の日より有意に高いことが分かった。投資家が重要と考えるマクロニュースの公表日には、投資家は経済状況が予想よりも悪いことを知る可能性があり、それに対してリスクプレミアムを要求する。そのため、マクロニュースの公表日には、市場リターンは平均的に高くなる。

本書の分析によって、マクロニュースが公表されない日に行われた決算発表は、短期的にも長期的にも株価に影響を与えていることが明らかとなった。一方で、マクロニュースが公表される日に行われた決算発表は、株価へと即座に発表内容が組み込まれ、長期的な株価の修正が小さくなっていったことがわかった。投資家はマクロニュースを通じてマクロ経済の情報を学習することによって、各企業の決算発表の内容をより深く理解できていることが示唆される。

次に、本書は複数の決算発表に対する投資家の注意配分について分析した。固有ボラティリティが大きい企業ほど、決算発表日にマクロニュースが公表されない時には株価は迅速な反応を示すものの、マクロニュースが公表される場合には、株価は短期では決算発表に十分な反応をしておらず、長期的に決算内容に応じて修正されていることが分かった。

本書の第 1 の貢献は、限定的注意モデルの領域における、理論的な予測と実証研究でのギャップに新たな知見を提供した点である。多くの理論研究では、投資家はマクロニュースを優先するため、個別企業の決算発表に株価は過小反応を示すことが示唆されているが、近年の実証研究では、マクロニュース公表時には株価の過小反応は弱まっていることが明らかになっている。本研究は、投資家がマクロニュースを通じてマクロ経済の情報を得た時には、それが企業の決算発表の理解に正の影響を与えることを企業の決算発表に注目して明らかにした。

第 2 の貢献は、マクロニュースが決算発表時に公表されるか否かによって、株価形成が効率的になる企業のタイプが異なることを示した点である。マクロニュースが公表されない時には固有ボラティリティが大きい企業の方が、公表される時には小さい企業の方が株価は決算発表の内容を反映している。本書の結果は、マクロニュースの影響を分析する際には、同時に公表されるマイクロニュースの影響も考えなければならないことを示唆している。