

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 6 日現在

機関番号：34416

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2011～2013

課題番号：23530391

研究課題名(和文)証券会社の独立性に関する分析

研究課題名(英文)An analysis of the credibility of financial analysts' forecasts

研究代表者

太田 浩司(Ota, Koji)

関西大学・商学部・教授

研究者番号：70366839

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,500,000円、(間接経費) 450,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、アナリスト・レポートに含まれている、アナリスト推奨や利益予想情報に対して、市場がどのような反応をしているかについて調査している。結果は、市場はアナリスト推奨と利益予想の両情報に反応しており、また、経営者自らが開示する経営者利益予想情報を所与としても、さらに追加的な情報内容を有しているというものであった。このことは、アナリストは市場に追加的な付加価値を付与していることを示すものであるといえる。

研究成果の概要(英文)：In this research, we evaluate the informativeness of analysts' ratings and earnings forecast information contained in analyst reports beyond what is publicly provided by management earnings forecasts. We find that both analysts' ratings and earnings forecasts have incremental information content conditional on management forecasts. Overall, the findings present strong evidence that analysts offer informational value to the market beyond information that is provided by company management.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学，財政学・金融論

キーワード：アナリスト予想 バイアス 情報内容 経営者予想 株式レーティング 利益予想

1. 研究開始当初の背景

証券会社の調査部門に所属するセルサイド・アナリストが公表、作成するアナリスト・レポートに関する研究は、米国では1960年代頃から既に盛んに行われており、初期の研究は、アナリスト・レポート内に含まれている株式レーティングや利益予想の修正公表に対する市場の反応を調査して、その情報内容を検証するというものであった。しかしながら、1990年代になると、アナリストが付与する株式レーティングには、「売り」のレーティングが極端に少ないといった事実が指摘されるようになり、アナリストのインセンティブやその行動バイアスに研究の目が向けられるようになった。

その中で最初に注目されたのが、アナリストの所属する証券会社と、調査対象企業との間の投資銀行関係である。そして、米国における先行研究からは、調査対象企業とアンダーライティング関係のある証券会社に属するアナリストの公表する株式レーティングと利益予想には楽観的バイアスがあることや、これらのアナリストの公表する企業の長期成長予想は過度に楽観的であるという証拠が提示されている。

さらに近年の研究では、エンロン事件以降、アナリストの利益相反に関する一連の改革が進み、アナリストの楽観的バイアスは緩和されてきているという報告もなされており、現在では、エンロン事件前後の期間を含む長期間にわたる検証結果の報告が待たれているところである。

一方、わが国では、米国スタイルの本格的なアナリスト・レポートというものが、1990年代に入るまで存在していなかったということもあり、アナリスト・レポートを用いた本格的な研究は現在まで数えるほどしか存在していない。

しかしながら、アナリスト・レポートは我が国の株式市場において、資金の需要サイドである企業と供給サイドである資本市場とを結び付けるために必要不可欠な役割を果たしており、アナリスト・レポート内に含まれている情報の特性を調査することは、資本の効率的な配分という観点から重要なテーマであるといえる。従って、米国と比べて周回遅れの感のあるアナリスト・レポートに関する研究は、今後我が国において、大いに成果が期待される研究領域であるといえる。

2. 研究の目的

本申請研究の目的は、証券会社の調査部門に所属するセルサイド・アナリストが、作成、公表するアナリスト・レポートにおけるバイアスを実証的に検証することである。セルサイド・アナリストが作成、公表するアナリスト・レポートは、現在、年間で3万本にも達するといわれており、我が国の株式市場における重要なインフラとしての役割を果たしている。

その重要性は証券市場も認める所であり、大阪証券取引所では、2010年10月に開設された「新ジャスダック」の上場企業を対象に、大阪証券取引所がコストを負担することによって、アナリスト・レポートの作成を支援している。

本来、アナリストは、投資家の投資意思決定に役立つ情報を提供するという目的で、公平、中立的な立場から企業を調査して、アナリスト・レポートを作成しなければならない。しかしながら、現実には、アナリストの周囲には様々な利害関係者が存在し、彼等からの圧力がアナリストの独立性や中立性を損なう要因となっていると考えられる。

例えば、我々が事業会社のIR担当者から直接聞いた話でも、福岡にある不動産会社のIR担当者は、もし自社の株式レーティングを「売り」にするアナリストがいたら、その者を即刻出入り禁止にすると公言して憚らなかった。

また、京都にある著名な精密機器会社のIR担当者からは、会社四季報に記載する幹事会社名の順番をひとつ後ろにずらしただけで、その幹事会社である日系大手の証券会社の支店長が飛んで来て、「なぜ弊社の順番を下げたのか」、「このままだと私の進退に関わってしまう」と、悲壮感を漂わせて訴えて来られてので、次号の四季報からは元の順番に戻したというエピソードを伺った。

このようなアネクドータル・エビデンスから、セルサイド・アナリストは、今後の情報収集のために良好な関係を保ちたいであろう調査対象企業や、自らが所属する証券会社の営業部や投資銀行部門から何らかの影響を受けており、結果として、彼等の公表するアナリスト・レポートには楽観的バイアスが含まれていることが予想されるのである。

そこで本申請研究では、わが国の証券アナリストの独立性が、果たして本当に担保されているのか否かを、実証的アプローチで検証することを目的としている。

3. 研究の方法

本申請研究を遂行するためには、証券アナリストが公表する、株式レーティングや利益予想といったアナリスト予想情報の入手が不可欠であった。しかしながら、残念なことに、我が国では、複数のアナリストの平均値であるアナリスト・コンセンサス予想に関しては情報ベンダーから購入できるのだが、個別のアナリストの予想値であるディテイル予想に関しては購入不可能であった。

そこで、本申請研究では、紙媒体のアナリスト・レポートを入手し、そこから分析に必要な、株式レーティングやアナリストの利益予想などの情報を手作業で収集している。このアナリスト予想データ収集作業が、本申請研究で、最も困難かつ時間のかかる作業であった。なお、その他の一般的な財務データに関しては、日経 Needs Financial Quest から

取得して補っている。

本申請研究では、これらのアナリスト予想データを使用して、イベント・スタディと呼ばれるオーソドックスな手法を用いて、アナリスト・レポートに含まれている情報に対する市場の反応を検証している。

また、我が国では、企業の経営者自らが業績予想を開示する経営者予想制度が確立しており、この経営者予想情報が、アナリストの公表する予想情報に多大な影響を与えているということが、我が国の先行研究の結果から知られている。そこで、本申請研究では、この経営者の利益予想の特性に関しても、アナリストの利益予想と併せて調査を行っている。

4. 研究成果

本申請研究に基づいて、我々は以下の「5. 主な発表論文等」で示されているように、～ の三本の学術論文を刊行しているので、それらの論文から得られた知見について述べる。

最初に、 の論文では、米国におけるアナリスト予想と利害相反に関する論文のサーベイを行っている。米国のアナリストの楽観性は数多くの研究で指摘されており、アナリストの公表する株式レーティングは肯定的なレーティングが否定的なレーティングの数を大きく上回っているといったことや、アナリストの利益予想には楽観的バイアスがあるということが指摘されている。

そして、このようなアナリストの楽観性には、次の三つの動機があるということが、しばしば指摘されている。第一に、調査対象の経営陣との間に良好な関係を保つため、第二に、証券会社の投資銀行部門からの収益を増やすため、第三に、取引を活発化させて株式売買手数料を増やすためである。

しかしながら、アナリストには、これらの楽観的バイアスに繋がる動機以外にも、正確な予想を公表することによって良い評判を獲得し、それを自らのキャリア・アップに繋げるという動機もある。このように、アナリストは、様々な動機に基づくジレンマに直面しているといえる。

次に、 の論文では、アナリストの利益予想に多大なる影響を与えていると考えられる、経営者の利益予想の特性に関する検証を行った。具体的には、2000～2011年の期間に倒産した企業をサンプルとして、それらの企業の公表する連結の業績予想に関する予想バイアスについて検証を行っている。結果は、倒産企業の経営者による業績予想はコントロール企業と比べて楽観的であり、またその楽観性は倒産年度に近づくにつれてより有意に強くなっていた。また、倒産企業の中でも、会計操作を行ったと推測される企業の業績予想には楽観的バイアスがほとんど見出されなかったが、そうでない企業の業績予想には非常に大きな楽観的バイアスが観察

された。

最後に、 の論文では、紙媒体のアナリスト・レポートから手作業で収集した情報に基づいて、幾つかの分析を行った。具体的には、アナリスト・レポートに含まれている、株式レーティングやアナリストの利益予想情報に対して、市場がどのような反応をしているかについて調査を行っている。イベント・スタディと呼ばれる手法を用いて、アナリスト・レポートに含まれている情報に対する市場の反応を検証したところ、市場は、株式レーティングとアナリスト予想利益情報の両方に反応しており、また、経営者自らが開示する経営者利益予想情報を所与としても、さらに追加的な情報内容を有していた。このことは、アナリストは、単に公開情報を要約して市場に伝達しているのではなく、自らそれらの情報に基づいて詳細な分析を行うことによって、追加的な付加価値を付与しているということを示唆するものといえる。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計3件)

近藤江美「アナリストの利益相反と予想特性に関するレビュー」『帝塚山経済・経営論集』査読無,第24号,2014,pp.53-82.
<http://ci.nii.ac.jp/naid/110009684666>

太田浩司, 乙政正太「倒産企業の開示する業績予想と会計操作」『現代ディスクロージャー研究』,査読無,第13号,2013,pp.79-96.

http://www.jardis.org/publications/cdr/Ota_K_Information_Content_of_Analysts_Stock_Ratings_and_Earnings_Forecasts_in_the_Presence_of_Management_Earnings_Forecasts. *The Japanese Accounting Review*, 査読有, Vol. 2, 2012, pp. 87-116.
DOI: 10.11640/tjar.2.2012_87

[学会発表](計6件)

太田浩司「企業評価における予測指向と歴史的会計情報の有用性」日本会計研究学会第72回大会,2013年9月5-6日,中部大学。

太田浩司, 齊藤哲朗, 吉野貴晶「Feltham-Ohlsonモデルの実証研究」日本会計研究学会第72回大会,2013年9月5日,中部大学。

太田浩司, 河瀬宏則「コンセンサス予想の経営者予想に対する優位性の決定要因」日本ファイナンス学会第21回大会,2013年6月2日,武蔵大学。

太田浩司「アナリスト予想 vs 経営者予想(過則勿憚改)」日本ディスクロージャー研究学会第6回研究大会,2013年1月13日,神戸大学。

太田浩司「White, Newey-West,
Cluster-robust, Fama-MacBeth の標準誤
差の理論と応用」日本経営財務研究学会第
36 回全国大会, 2012 年 10 月 6 日, 専修
大学.

太田浩司「White, Newey-West,
Cluster-robust, Fama-MacBeth の標準誤
差の理論と応用」日本会計研究学会第 71
回大会, 2012 年 9 月 1 日, 一橋大学.

〔その他〕

ホームページ等

http://www2.ipcku.kansai-u.ac.jp/~koji_ota/

6. 研究組織

(1) 研究代表者

太田 浩司 (OTA, Koji)

関西大学・商学部・教授

研究者番号：70366839

(2) 研究分担者

近藤 江美 (KONDO, Emi)

帝塚山大学・経営情報学部・専任講師

研究者番号：50581485