

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 5 月 26 日現在

機関番号：34601

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2011～2013

課題番号：23730396

研究課題名(和文)セルサイド・アナリストの楽観的バイアスに関する実証研究

研究課題名(英文)An analysis of optimistic bias in financial analysts' forecasts

研究代表者

近藤 江美 (Kondo, Emi)

帝塚山大学・経営学部・講師

研究者番号：50581485

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 700,000円、(間接経費) 210,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、アナリストが直面する様々な利益相反問題を系統立てて整理し、アナリストの予想特性を明らかにしている。アナリストは、調査対象の企業や経営者と良好な関係を保つため、証券会社の投資銀行部門での収益を増やすため、ブローカレッジ部門を活性化させるために楽観的な予想を公表していた。また、アナリストには、楽観的バイアスに繋がる動機以外にも、精度の高い予想を公表することによって良い評判を獲得、それが自らのキャリア・アップに繋がるという動機も持ち合わせているのである。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うことを明らかにした。

研究成果の概要(英文)：In this research, I examine the growing empirical literature on the analysts' forecasts and conflicts of interest in the U.S. Three reasons are often cited for analyst optimism. First, prior research argues that analysts positively bias their forecasts and recommendations to stay on friendly terms with firm management. Second, it is also argued that analysts who work for integrated investment banking houses could come under implicit pressure to publish more favorable research about their employers' current or potential clients to help boost investment banking fee revenue. Third, analysts could come under pressure to help generate brokerage commissions, which provides incentives for analysts to present positively biased opinions.

Despite these incentives to bias their forecasts, analysts are also concerned about their career advancement that can be facilitated by acquiring a higher reputation through more accurate forecasts. Analysts appear to face a dilemma caused by different incentives.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学

キーワード：アナリスト 株式レーティング アナリスト予想 利益相反 楽観的バイアス

### 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・アナリストは、担当企業やセクターに関する調査レポートであるアナリスト・レポートを作成し、それを顧客である機関投資家や個人投資家に頒布している。従って、アナリストは株式市場において情報仲介者であり、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重要な役割を果たしている。

米国では、1960年代からアナリスト・レポートに含まれている株式レーティングや利益予想であるアナリスト予想に関する研究が、様々な観点から行われており、会計・ファイナンス領域の一分野として確立されている。一方、わが国では、アナリスト・レポートに関する研究は、現時点では殆ど存在していない。その最大の理由としては、わが国では米国に見られるような、統一的なアナリスト・レポートというものが1990年代まで存在していなかったということが挙げられる。

米国における初期の研究は、アナリスト予想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、アナリストが公表する株式レーティングや利益予想には、楽観的なバイアスがかけられていること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。

これは、多くのセルサイド・アナリストは、ブローカレッジ部門と投資銀行部門とを併営している証券会社の調査部門に所属しており、本来、アナリストは、中立的な立場からアナリスト・レポートを作成しなければならないが、顧客企業がブローカレッジ部門ならびに投資銀行部門での顧客である場合には、アナリストが顧客企業の予想を公表するときに、利益相反が生じてしまうためである。すなわち、実際には、セルサイド・アナリストは、顧客企業への配慮や、所属証券会社のブローカレッジ部門や投資銀行部門からの圧力などといった事由から、顧客企業を好意的な立場から描写しなければならない環境にアナリストは立たされているからである。

米国では、アナリスト予想に関する特性についての検証が行われており、顧客企業に投資銀行サービスを提供している証券会社のアナリストが公表するレポート内容には、楽観的なバイアスがあることが報告されている (Dugar and Nathan 1995; Lin and McNichols 1998; Michaely and Womack 1999)。

わが国においても、米国と同様に、アナリスト情報の予想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、米国と比べて立ち遅れたアナリスト予想に関する研究は、今後、わが国において、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

本申請研究では、様々な利益相反問題に直面しているセルサイド・アナリストの予想特性について、実証的知見を得ることを目的としている。

本来、セルサイド・アナリストは、情報仲介者という役割を担い投資家の投資意思決定に役立つ情報を提供するために、公平かつ中立的な立場から企業を調査して、アナリスト予想を公表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ている。

つまり、実際には、セルサイド・アナリストは、顧客企業への配慮や、所属証券会社のブローカレッジ部門や投資銀行部門からの圧力などといった事由から、顧客企業を好意的な立場から描写しなければならない環境にアナリストは立たされているがゆえに、彼等の公表するアナリスト予想には何らかのバイアスが含まれていることが予想されるのである。また、日米の先行研究では、アナリスト予想には、楽観的なバイアスがかけられていることが報告されている。

そこで本申請研究では、わが国のセルサイド・アナリストの独立性が果たして確保されているかについて実証的知見を得ると同時に、アナリストが直面する様々な利益相反問題を系統立てて整理し、アナリストの予想特性を明らかにすることを目的としている。また、米国では、2000年のITバブル崩壊やエンロン事件などを契機に、セルサイド・アナリストの利益相反問題が明るみに出ている。そのためセルサイド・アナリストの利益相反に対する規制が強化されたのである。従って、その前後のアナリスト予想特性に関する実証的証拠を比較して、その影響についての知見を得ることも目的としている。

### 3. 研究の方法

本申請研究の遂行に当たり、最初に米国におけるセルサイド・アナリストの楽観的なバイアスに関する先行研究を調査する。米国では、この分野の研究に関して、どの程度の蓄積があり、どこまで研究が進んでいるか、またどのような方法で研究が行われているかを把握する必要がある。

次に、収集した先行研究をもとに、アナリストが直面する様々な利益相反問題を系統立てて整理し、アナリストの予想特性を明らかにする。具体的に、セルサイド・アナリストが直面する利益相反問題の可能性として考えられるのが、証券会社のブローカレッジ部門との関係、証券会社の投資銀行部門との関係、証券会社のディーリング部門との関係、企業や経営者との関係、機関投資家との関係、そしてセルサイド・アナリストの個人的利益に関する問題の6つである。セルサイド・アナリストが以上のような利益相反問題を引

き起こしやすい状況に置かれている結果として、アナリストの予想特性として楽観的バイアスが見受けられることが報告されている。そこで、先行研究を模索したうえで、それぞれの利益相反が故に生じるアナリストの予想特性について調査する。

最後に、アナリスト予想特性に関して、実証的検証方法を模索するため、米国の先行研究での検証方法を個別に調査する。

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、我が国では、アナリストの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が、個別のディテイル予想に関しては購入不可能であり、米国と比較してデータ環境に制限があることが判明した。

#### 4. 研究成果

本研究の目的は、様々な利益相反に直面しているセルサイド・アナリストの予想特性に関して、実証的知見を得ることである。本来、セルサイド・アナリストは、中立的な立場から株式レーティングや利益予想といったアナリスト予想を公表しなければならないというのが前提ではあるが、顧客企業や証券会社の他部門からの圧力により、利益相反が生じるためアナリスト予想に楽観的なバイアスがかけられているということが指摘されている。

そこで、米国ではセルサイド・アナリストの利益相反に関する多数の実証的研究が存在しており、米国で蓄積された先行研究のサーベイを行い、アナリストが直面する様々な利益相反問題を系統立てて整理し、アナリストの予想特性を明らかにしている。

つまり、米国では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実証的証拠として得られているのである。

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、調査対象の企業や経営者と良好な関係を保つためである。アナリストは株式レーティングを悲観的にした場合には、経営者との修復を図るためにアナリストの利益予想は楽観的になるという議論がある。一方、株式レーティングが悲観的であるにも関わらず利益予想のみを楽観にした場合には、負の利益サプライズを生じさせることになるため、経営者にとって負の利益サプライズは避けたいものである。そこで、アナリストの株式レーティングと利益予想の方向性を一致させ、アナリストの株式レーティングが楽観的であると利益予想も楽観

的にして、負の利益サプライズを回避させるという議論がある。アナリストが経営者と良好な関係を築き、私的情報を得るために楽観的バイアスをかけるという仮説に関しては、これら二つの議論で対立が生じていて、未だ結論が得られておらず、今後さらなる理論的・実証的研究が期待される領域である。

第二に、証券会社の投資銀行部門での収益を増やすためである。アナリストが所属する証券会社と企業との間に投資銀行関係がある場合、その株式レーティングには楽観的バイアスがあり、投資家はそのバイアスのある程度は認知しているという結果が得られている。しかしながら、2000年以降のアナリストの利益相反問題における規制により、株式レーティングの楽観性は徐々に緩和されているようである。アナリストの利益予想に関しては、概ね投資銀行部門との関係による楽観的バイアスは検出されていないが、アナリストの長期的予想に関しては、投資銀行部門との関係による楽観的バイアスが検出されている。

また、投資銀行のアナリストの予想精度は、他のアナリストの利益予想と比べて精度が高く、また投資銀行のアナリストの間でも、投資銀行業務に関与しているアナリストは、関与していないアナリストよりも精度の高い利益予想を公表しているという結果が報告されている。これは、投資銀行のアナリストは質が高く経験が豊富であり、投資銀行業務の関与により追加的な私的情報が得られる環境であるので、より精度の高い利益予想が可能であるためである。故に、利益予想に関しては投資銀行業務から生じる利益相反からは免れているということが示唆される。

第三に、取引を活発化させて株式売買手数料を増やしブローカレッジ部門を活性化するためである。アナリストは、ブローカレッジ業務を促進するために株式レーティングに楽観的バイアスをかけているという結果が得られている。しかしながら、楽観的な利益予想を通してブローカレッジ業務を促進しているという一貫した結果は得られていない。

つまるところ、ブローカレッジ部門関係と投資銀行関係から生ずる両者のインセンティブが、アナリストに類似のバイアスである楽観性をもたらしているのである。投資銀行部門による利益相反から生じる楽観的なバイアスは、特に1990年後半における米国株式市場のバブル期において顕著であり、その後においては若干緩和されつつある。一方、ブローカレッジ部門による利益相反から生じる楽観的バイアスは、バブルの期間においては見受けられず、その後において顕著になっている。近年は、バイアスをもたらす要因は、投資銀行関係によるインセンティブよりもブローカレッジ部門関係によるインセンティブに移行しつつあるといえる。

さらに、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、精度の高い予想を公表することによって良い評判を獲得、それが自らのキャリア・アップに繋がるという動機も持ち合わせているのである。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うことを明らかにした。

#### 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1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>

[学会発表](計2件)

近藤江美「アナリストの利益相反と予想特性 - 先行研究からの知見 - 」帝塚山大学経済経営研究所ワークショップ,2014年2月21日,帝塚山大学.

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」実証会計学ワークショップ,2014年2月1日,関西大学.

#### 6. 研究組織

(1)研究代表者

近藤 江美 (Kondo, Emi)

研究者番号:50581485