

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 5 月 30 日現在

機関番号：14501  
 研究種目：研究活動スタート支援  
 研究期間：2015～2016  
 課題番号：15H06400  
 研究課題名(和文)エクイティファイナンスと証券アナリストの情報生産機能  
  
 研究課題名(英文)Equity finance and analyst's information production  
  
 研究代表者  
 加藤 政仁(Kato, Masahito)  
  
 神戸大学・経済学研究科・講師  
  
 研究者番号：60755536  
  
 交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,200,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、公募増資における証券アナリストの役割について、実証的な側面から検証した。具体的には、(1)公募増資の際の資金調達コスト(過小値付け率)の決定問題、(2)公募増資前に開示される経営者の業績予想の楽観性問題についてである。  
 検証結果は、以下のとおりである。(1)アナリストカバレッジは公募増資における資金調達コストを軽減させる。(2)アナリストカバレッジは公募増資前の経営者予想の楽観性バイアスを低下させる。  
 本研究の成果は、査読無し雑誌への掲載論文が1本、査読付き雑誌に投稿中のディスカッションペーパーが2本(うち海外雑誌が1本)、学会・研究会での報告が2回ある。

研究成果の概要(英文)：I empirically examine about the role of sell-side security analyst of seasoned equity offering (SEO) in Japan. Especially, I focus on the effect of sell-side security analyst coverage on (1) the determinant of SEO costs, (2) the problem of management earnings forecast bias around the SEO.  
 Empirical results show that (1) analyst coverage reduces SEO costs, (2) analyst coverage reduces management earnings forecast bias around the SEO.  
 During my research period, I have one non-refereed journal, two discussion papers, and two times presentation of conference.

研究分野：経営学

キーワード：エクイティファイナンス 公募増資 証券アナリスト

### 1. 研究開始当初の背景

企業の銀行離れが進んだバブル崩壊以降、企業の資金調達方法は、間接金融からエクイティファイナンスをはじめとする直接金融へとシフトしている。公募増資は、上場会社のエクイティファイナンスの一手段であり、証券市場に参加する不特定多数の投資家（個人投資家を含む）を対して、新発株式を発行することで資金調達を可能にする。年間の実施件数および資金調達額は大きなばらつきがあるが、銀行や大企業による大型の公募増資が集中した2009年は、実施件数が46件であり、調達総額が約5兆円にも達している（東証要覧参照）。

公募増資は、多種多様な投資家達が参加できる資金調達であることから、下記の(1)のような投資家間の情報の非対称性から生じる逆選択問題を引き起こす。また、下記の(2)のように、公募増資を実施する企業経営者と投資家の間にも情報の非対称が存在し、その情報の非対称を利用して企業経営者が投資家をミスリードすることもある。

(1) 公募増資で発行される新株式は、当該企業の既発株式の証券市場での取引価格を基準に、一定の割引を受けた価格付けがされる。Corwin(2003)やSuzuki(2010)は、実際の公募増資データから、既発株式に対して新発株式の価格が、米国では2.47%、日本では3.41%割り引かれることを示す。なぜ、新発株式は過小値付けされるのか。この疑問について、Rock(1986)の逆選択モデルは一つの答えを提示している。Rock(1986)は、公募増資に応じる投資家の間に存在する情報の非対称性が逆選択問題を引き起こすこと（つまり情報劣位な投資家は公募増資取引から撤退すること）、企業は公募増資を成功させるために情報劣位な投資家が公募増資取引で損しない程度に新発株式を過小値付けすることを明らかにした。

(2) 鈴木・須田・竹原(2009)は、企業経営者は、公募増資前に開示する決算短信の一項目である業績予想（以下、経営者予想）に楽観性バイアスを持たせることを明らかにした。前述の通り、公募増資で発行される新株式は、証券市場で流通する既発株式の取引価格を基準に価格付けされる。公募増資前に楽観的な経営者予想を開示することは、既発株式の取引価格をファンダメンタルズ価値から乖離させ、割高な新発株式での公募増資を実行させることを意味する。こうした行為は、新発株式を取得する投資家の富を毀損する行為である。こうした行為が常態化すれば、公募増資に応じる投資家は減少し、公募増資が資金調達手段としての機能しなくなる恐れがある。

(1)・(2)にいずれにおいても、企業の情報環境向上させていくことが問題解決の一

歩となり、その一役を担うのが証券アナリストの情報生産機能といえる。証券アナリストの情報生産機能については、証券市場の流動性や（Brennan and Subrahmanyam 1995, Yohn 1998）、証券市場の価格形成（Gleason and Lee 2003）など、市場効率性に好影響を及ぼすことが明らかにされている。

しかしながら、証券アナリストの情報生産機能が公募増資などのコーポレートイベントに対して、どのような影響を持つかを直接検証している研究は僅少である。昨今、我が国の証券市場では、オンライントレードの普及や税制優遇（NISA など）によって個人投資家数は増加傾向にある。こうした現状のなか、証券アナリストの情報生産機能が公募増資における諸問題にどのような影響を及ぼすか、研究成果を蓄積することが求められているといえる。

### 2. 研究の目的

(1) 先行研究が示すように、証券アナリストが有用な情報生産を行うことで、企業を取り巻く情報環境を改善させるならば、投資家間の情報の非対称性は軽減され、新発株式の過小値付け問題が改善されるだろう。そこで、公募増資における証券アナリスト情報生産機能の経済的効果を検証することを第一の目的として、アナリストカバレッジがある企業とない企業で、新発株式の過小値付けに差異が生じるか、アナリストの情報生産機能の違いで、新発株式の過小値付けに差異が生じるかを解明する。

(2) 経営者予想は、企業の将来見通しについて最も詳細かつ正確な情報を持つ経営者が、自身の見解に基づいて作成する企業情報である。それゆえ、本来の経営者予想は、投資家の判断に資する有益な投資情報として、企業の情報環境の改善を促進する効果を持つ。しかしながら、前述の先行研究が示すように、企業経営者が故意に経営者予想の内容を歪めることがあれば、経営者予想が持つ有用性は限定されてしまうだろう。

証券アナリストは、専門的な知識や経験に基づいた企業評価を行うスペシャリストである。こうしたアナリストの専門性は、企業経営者の不正行為を見破ることを可能し、同時に企業経営者に対して不正行為の実行を留まらせる抑止効果を持つ（Coffee 2004）。

以上から、本研究課題の第二の目的には、公募増資前の経営者予想の楽観性バイアスについて、証券アナリストがどのような効果を発揮するかを解明することとする。

### 3. 研究の方法

日本の証券市場で実施された公募増資のうち、銀行・証券・保険・その他金融業を除く非金融系企業を対象サンプルとした。

(1) 第一に、対象サンプルとなる企業をアナリストカバレッジがある企業とない企業に分類して、新発株式の過小値付けの程度を比較検証する。第二に、アナリストカバレッジの量(企業をカバーするアナリストの人数)を企業の情報環境の質の代理変数として、新発株式の過小値付けへの影響を検証する。第三に、先行研究が示す新発株式の過小値付けの決定要因をコントロールして、アナリストカバレッジと新発株式の過小値付けの関連性を検証する。

2000年初頭に制定された証券アナリストの利益相反規制(以下、規制)は、証券アナリストの公正性を高め、情報生産機能を向上させた。本研究課題では、はじめに、規制導入による証券アナリストの情報生産機能の違いを検証する。その後、規制導入による証券アナリストの情報生産機能の違いが新発株式の過小値付けへ及ぼす影響を検証する。

(2) はじめに、鈴木・須田・竹原(2009)に倣い、公募増資前に開示される経営者予想の楽観性バイアスを測定する。次に、アナリストカバレッジが経営者予想の楽観性バイアスに及ぼす影響を検証する。最後に、アナリストカバレッジが経営者予想の楽観性バイアスを軽減する場合、経営者予想の精度にどのような影響が及ぶかを検証する。

#### 4. 研究成果

(1) 第一に、証券アナリストが存在する企業の公募増資は、アナリストがいない企業と比べて、新発株式の過小値付け率が約0.4%小さいことが確認された。証券アナリストがいない企業の過小値付け率が平均値で約3.7%であることから、アナリストカバレッジが過小値付け率を1割以上も軽減させることを示す結果といえる。第二に、こうしたアナリストの情報生産機能による新発株式の過小値付け率への影響は、企業をカバーする証券アナリストの人数が多くなるほど、大きくなることがわかった。第三に、新発株式の過小値付け率の決定要因やアナリストカバレッジの内生性問題をコントロールした場合においても、アナリストカバレッジが新発株式の過小値付け率を軽減する効果があることがわかった。

2000年初頭に制定された証券アナリストの利益相反規制の効果について、アナリスト予想に内因する楽観性バイアスは、規制導入後に大幅に低下し、アナリスト予想の精度が向上することがわかった。規制導入前後の公募増資の新発株式の過小値付け率を比較すると、証券アナリストが存在する企業の場合、規制前は3.617%、規制後は2.997%であった。こうした結果は、規制導入前後に公募増資を実施する企業の実態、新発株式の過小値付け率の決定要因、アナリストカバレッジの内生性問題等を調整した場合においても同様の

結果が得られることがわかった。

(2) 第一に、本研究課題の対象サンプルにおいても先行研究と同様に、公募増資前に開示される経営者予想の楽観性バイアスが生じることがわかった。第二に、証券アナリストがカバーする企業の公募増資では、経営者予想の楽観性バイアスが小さいことがわかった。また、企業をカバーする証券アナリストの人数と比例して、経営者予想の楽観性バイアスが小さくなることがわかった。

以上、証券アナリストが経営者の不正行為に目を光らせることは、経営者に内在する楽観性バイアスを軽減させ、質の高い経営者予想の開示に繋がることがわかった。こうした結果は、証券アナリストがゲートキーパーとして、企業経営者と投資家の情報伝達に関する門番としての役割を果たすことを示す。

#### 引用論文

- Brennan J. M., and A. Subrahmanyam, (1995), "Investment analysis and price formation in securities markets", *Journal of Financial Economics* 38(3), 361-381.
- Coffee C. J., (2004), "Gatekeeper failure and reform: The challenge of fashioning relevant reforms", *Boston University Law Review* 84, 301-364.
- Corwin, M.T., (2003), "The determinants of underpricing for seasoned equity offerings", *The Journal of Finance* 58(3), 2249-2279.
- Gleason A. C., and C. M. C. Lee, (2003), "Analyst forecast revisions and market price discovery", *The Accounting Review* 78(1), 193-225.
- Suzuki, K., (2010), "Do the equity holding and soundness of bank underwriters affect issue costs of SEOs?" *Journal of Banking and Finance* 34(5), 984-995.
- Rock, K., (1986), "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics* 15(1・2), 187-212.
- Yohn L. T., (1998), "Information asymmetry around earnings announcements", *Review of Quantitative Finance and Accounting* 11(2), 165-182.
- 鈴木健嗣・須田一幸・竹原均 (2009), 「公募増資と経営者予想」, 『日本ファイナンス学会・第17回大会予稿集』.

#### 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)

加藤政仁, 公募増資におけるセルサイド・アナリストのゲートキーパーとしての役割, 国民経済雑誌, 査読無, 印刷中, 2017.

加藤政仁, アナリストカバレッジと株式発行コスト, 神戸大学ディスカッションペーパー (No. 1714), 2017.

Kato, M., Analyst Recommendation Bias and Brokerage House Shareholding, Kobe university discussion paper (No. 1635), 2016.

〔学会発表〕(計2件)

加藤政仁, Analyst Recommendation Bias and Brokerage House Shareholding, 日本経営財務研究会第40回全国大会, 2016年10月8日, 武蔵大学江古田キャンパス(東京都・練馬区).

加藤政仁, The role of security analyst as external monitor: Evidence from Japanese seasoned equity offerings, 経営財務研究会, 2015年9月14日, 岩手大学人文社会学部学生センターA棟(岩手県・盛岡市).

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

加藤 政仁 (KATO, Masahito)

神戸大学・大学院経済学研究科・講師

研究者番号: 60755536