

令和 4 年 6 月 22 日現在

機関番号：14301

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2017～2021

課題番号：17K13781

研究課題名（和文）証券会社と企業間の資本関係が証券アナリストの公正性に及ぼす影響

研究課題名（英文）Analyst Recommendation Bias in Financial Conglomerate

研究代表者

加藤 政仁（Kato, Masahito）

京都大学・経営管理研究部・講師

研究者番号：60755536

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,000,000円

研究成果の概要（和文）：本研究プロジェクトでは、金融コングロマリットに属するセルサイド・アナリストに焦点を当て、資本関係や融資関係のような利害関係のある企業に対して、公正なアナリストレポートを作成することができるかを検証することを目的とした。主な結果として、金融コングロマリットと企業の間には利害関係がある場合、当該企業へのアナリストレポートは楽観性バイアスが生じること、こうした楽観性バイアスは、当該企業が財務的に困窮しているときほどおおきくなること、アナリストレポートに内在する楽観性バイアスは、規制によって軽減することを明らかにした。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究プロジェクトは、金融コングロマリットに属するセルサイド・アナリストに焦点を当て、金融コングロマリットであるがゆえに生じる利害関係（例えば、融資関係など）が、セルサイド・アナリストの情報生産機能に歪みを生じさせることを明らかにした。こうした発見は、セルサイド・アナリストの情報生産に関する研究領域はもちろんのこと、銀証分離に関する研究領域にも重要な意義を有する。また、実務においても、健全な金融市場の形成には看過できない問題が生じていることを示唆するものである。

研究成果の概要（英文）：This research project focused on sell-side analysts belonging to financial conglomerates. It aimed to examine whether they can produce fair analyst reports for firms with which they have lending relationships. The main findings are that (1) when there is a lending relationship between a financial conglomerate and a firm, there exists an optimism bias in analyst reports for the firm, (2) this optimism bias is more significant when the firm is in financial distress, and (3) the optimism bias is controlled by regulations.

研究分野：経営学

キーワード：証券アナリスト 利益相反 自主規制 公募増資

### 1. 研究開始当初の背景

セルサイドの証券アナリスト(以下、アナリスト)は、高度な専門知識や分析技術を有する企業評価の専門家として、公正な立場で投資家に投資助言を行う情報提供者である。昨今の証券市場では、インターネットによる証券取引環境の整備が進んだことで、証券取引を行う個人投資家層は拡大を続けており、アナリストの情報提供サービスへの需要は高まっている。

しかし現実をみると、アナリストは公正であるとは限らず、情報提供者としての役割を果たせているとは言い難い。例えば、メリルリンチ証券(米国)で働くアナリストは、同証券会社とビジネス上の繋がりをもつ企業に対して、意図的に楽観的な企業評価を行い、その情報を投資家に提供していたことが明らかになっている。同様の不正行為は、メリルリンチ証券に限ったことではなく、他の証券会社でも常態化していたことが明らかになっており、アナリストによる重大な利益相反行為として証券市場に大きな衝撃を与えている(日本経済新聞、2002年4月12日)。

証券監督者国際機構は、このようなアナリストの不正行為を、証券市場の公共性・健全性を損なう重大なインシデントと捉え、対策として2003年9月に「Global Analyst Research Settlements(以下、Global Settlements)」を発表している。Global Settlementsは、証券会社組織におけるアナリストの独立性の欠如がアナリストの不正行為の主たる原因と結論付けており、証券会社に対してアナリストの独立性が確保される社内管理体制の整備を要求している。

Kadan et al.(2009)や砂川・加藤・鈴木(2013)は、Global Settlements前後でアナリストの企業評価に内含する楽観性バイアスを比較した実証研究であり、証券会社とビジネス上の繋がりをもつ企業を対象とした企業評価において、Global Settlements後に楽観性バイアスが低下することを明らかにしている。これらの検証結果は、Global Settlements以降、アナリストの独立性が改善されたことで、アナリストの公正性が向上した結果と解釈できる。

以上、アナリストの公正性に関する現況や研究状況は、証券会社と企業間の「ビジネス上の繋がり」から生じる利害関係を対象としたものに限定されていることがわかる。その一方で、証券会社と企業間のビジネス上の繋がり以外でアナリストの公正性を損なう要因や、アナリストの公正性が損なわれた場合の株式市場や企業への影響については、研究が殆ど進んでいない。

#### <引用文献>

砂川伸幸・加藤政仁・鈴木健嗣(2013)、「証券アナリストの利益相反規制の効果」,国民経済雑誌,第207巻第5号,21-31頁.

Kadan, O., L. Madureira, R. Wang, and T. Zach, (2009), “Conflicts of interest and stock recommendations: The effects of the global settlement and related regulations,” The Review of Financial Studies 22(10), pp.4189-4217.

### 2. 研究の目的

本研究は、銀行業と証券業を兼営する金融コングロマリットに属するアナリストに焦点を当て、銀行部門や証券部門と利害関係がある企業に対して、公正なアナリストレポートを作成することができているかを検証する。本研究の成果は、証券アナリストの公正性の決定要因について、またアナリストの公正性に歪みが生じた際に、金融市場(流通市場と発行市場に分けて検証)にどのような影響が及ぶかを明らかにする。こうした研究の成果は、当該分野の研究進展に貢献をもたらすことは勿論のこと、健全な金融市場の形成に努める規制当局などの実務の世界においても、有益なエビデンスをもたらすことが期待できる。

### 3. 研究の方法

本研究は、日本のデータを用いた定量的な検証に基づき、(A)金融コングロマリット(銀行部門や証券部門)と企業間の利害関係とアナリストの公正性の関連性、(B)アナリストの公正性と企業の資金調達条件の関連性について明らかにする。

具体的には、(A)金融コングロマリットと企業の間には、銀行部門や証券部門が企業の株式を保有することで生じる資本関係や、銀行部門が貸し出しを行うことで生じる融資関係に焦点を当てる。アナリストの公正性を測る指標には、Ljungqvist et al.(2007)が定義した相対的投資推奨(Relative Recommendation)を用いる。本研究は、このアナリストの公正性の指標を被説明変数とする回帰モデルに設定し、資本関係や融資関係の有無ないしそれらの程度がアナリストの公正性に如何なる影響が生じるかを検証していく。

(B)企業の資金調達は、株式市場を通じた資金調達を対象とする。株式市場を通じた資金調達では、企業が新たに株式を発行し、その株式を証券市場に参加する投資家に販売することで、資金調達が行われる。この新発株式は、証券市場で流通する既発株式と比べて、数パーセントほど

低く価格付けされる。この過少値付けの度合いは、資金調達企業にとっては機会費用、つまり株式発行コストとなる。Rock(1986)は、資金調達に応じる投資家間の情報の非対称性による逆選択の影響を受けることで、株式発行コストは増大することを主張している。Bowen et al.(2008)は、アナリストが投資家間の情報の非対称性を縮小する主体であり、アナリストと株式発行コストの間には負の関係があることを明らかにしており、Rock(1986)の主張を支持する結果を示す。本研究は、Rock(1986)やBowen et al.(2008)の発展研究に位置づけられ、アナリストの公正性が損なわれる場合、株式発行コストに如何なる影響を及ぼかを検証する。

#### <引用文献>

- Bowen, M.B., X. Chen, and Q. Cheng, (2008), “Analyst coverage and the cost of raising equity capital: evidence from underpricing of seasoned equity offerings”, *Contemporary Accounting Research* 25(3), pp.657-700.
- Ljungqvist A., F. Marston, L.T. Starks, K.D. Wei, and H. Yan, (2007), “Conflicts of interest in sell-side research and the moderating role of institutional investors”, *Journal of Financial Economics* 85(2), pp. 420-456.
- Rock, K., (1986), “Why new issues are underpriced”, *Journal of Financial Economics* 15(1・2), pp.187-212.

#### 4. 研究成果

(A) 2000年初頭の金融制度改革以降、これまで銀証分離が進められてきた金融業界では、銀行行と証券業を兼営する金融コングロマリットを形成する機関が進んだ。各金融グループで形成の年度は違うが、2000年代の終盤には現在にも残る金融コングロマリットが形成された。金融コングロマリットの形成に伴い、アナリストを取り巻く利害関係はより複雑となった。本研究プロジェクトで対象とした2003年3月から2016年2月までの計16年間では、延べ16,006件のアナリスト・レポートが公表された。このうち、金融コングロマリットと資本関係のある企業を対象としたアナリストレポートは5,330件(33.3%)、金融コングロマリットと融資関係のある企業を対象としたアナリストレポートは5,248件(32.8%)であることが判明した。この約3割のアナリストレポートには、利害関係のない企業を対象としたアナリストレポートと比べると、より大きな楽観性バイアスが存在していることを確認した。また、楽観性バイアスは、レポートの対象企業の財務困窮度合いとも関係しており、財務困窮状態にある企業ほど楽観性バイアスの程度がより大きくなることもわかった。これらの結果は、金融コングロマリットに属するアナリストは、利害関係のある企業に対して公正な情報開示を行えていないことを示唆する結果である。

日本証券業協会が2002年に制定した「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」は、金融機関組織においてアナリストの独立性の確保を目的とした自主規制である。この自主規制の契機となったのは、上述の「1.研究開始当初の背景」に記した米国での利益相反行為である。この利益相反行為は、証券会社の引受部門のクライアント(ビジネス上の繋がりがある企業)に対するアナリストレポートへの取り扱いに焦点があてられたもので、規制導入後には当該企業を対象とするアナリストレポートに内在する楽観性バイアスが大幅に軽減することを明らかにした。つまり、規制による規律付けが一定の効果を有することを示す結果である(加藤・砂川2020)。

なお、当該規制は、金融コングロマリットによって生じる利害関係(資本関係や融資関係)については含まれていないのが現状である。本研究プロジェクトが明らかにしたとおり、これらの利害関係はアナリストレポートに楽観性バイアスをもたらす一因であった。健全な金融市場の形成という観点から、規制範囲の拡大を検討すべき課題であることを浮き彫りにしたといえる。

(B) アナリストの情報生産機能は、レポートの対象となる企業はもちろんのこと、当該企業と同業の企業の株価形成にも影響することを示す結果を得た。これは、アナリストレポートの対象となる企業の価値は、当該企業の内的要因に加えて、外的要因に基づくことに起因すると解釈できる(加藤2021a)。また、アナリストが情報生産を継続して行うことは、当該企業の効率的な株価形成を促進していくことになる。こうした効果は、例えば当該企業のエクイティ・ファイナンスにおいて、発行コストの抑制に結びついていることを明らかにした(加藤2021b)。以上の結果は、アナリストの情報生産機能が、健全な金融市場(流通市場および発行市場)の形成に重要な役割を果たしていることを示すものである。この情報生産機能を最大限に発揮するには、公正な立場でその職責を果たすことが重要であるといえる。

#### <引用文献>

- 加藤政仁・砂川伸幸(2020),「証券アナリストの利益相反規制の効果の検証 - 利益相反規制導入の前後における株価の分析 -」, JSDA キャピタルマーケットフォーラム, 第2期論文集, 27-43頁.
- 加藤政仁(2021a),「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」,証券レビュー,

第 61 卷第 5 号, 73-87 頁 .

加藤政仁(2021b),「発行市場におけるセルサイド・アナリストの有用性 - 本邦企業による公募増資を用いた実証分析 - 」, 証券経済研究, 第 115 号, 44-58 頁 .

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計6件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 加藤政仁	4. 巻 61
2. 論文標題 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	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 証券レビュー	6. 最初と最後の頁 73-87
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 加藤政仁	4. 巻 115
2. 論文標題 発行市場におけるセルサイド・アナリストの有用性 - 本邦企業による公募増資を用いた実証分析 -	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 証券経済研究	6. 最初と最後の頁 44-58
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 砂川伸幸、加藤政仁	4. 巻 1
2. 論文標題 証券アナリストの利益相反規制の効果の検証 - 利益相反規制導入の前後における株価の分析 -	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 JSDAキャピタルマーケットフォーラム論文集（第2期）	6. 最初と最後の頁 27-43
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 加藤政仁	4. 巻 59（5）
2. 論文標題 決算説明会と証券アナリスト	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 証券レビュー	6. 最初と最後の頁 93-106
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 加藤政仁, 水谷明博	4. 巻 43 (1/2)
2. 論文標題 REIT企業による公募増資の実態	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 亜細亜大学経済學紀要	6. 最初と最後の頁 23-42
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 加藤政仁・水谷明博	4. 巻 216
2. 論文標題 決算説明会と株主構成	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 国民経済雑誌	6. 最初と最後の頁 71-85
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

〔学会発表〕 計7件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件)

1. 発表者名 加藤政仁
2. 発表標題 セルサイド・アナリストの独立性と株式市場の反応
3. 学会等名 公益社団法人日本経研経済研究所 日米資本市場研究会
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 加藤政仁
2. 発表標題 アナリストカバレッジと公募増資価格の決定
3. 学会等名 日本経営財務研究学会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 加藤政仁, 水谷明博
2. 発表標題 REIT企業と公募増資
3. 学会等名 証券経済学会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 加藤政仁
2. 発表標題 金融コングロマリットにおけるセルサイド・アナリストの公正性
3. 学会等名 証券経営研究会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 加藤政仁
2. 発表標題 Analyst Recommendation Bias in Financial Conglomerate
3. 学会等名 経済社会研究所研究会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 加藤政仁
2. 発表標題 金融コングロマリットにおけるセルサイド・アナリストの公正性
3. 学会等名 証券経済学会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 加藤政仁
2. 発表標題 Sell-Side Analyst Affiliation Bias in Financial Conglomerate
3. 学会等名 経営財務研究会
4. 発表年 2017年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------