

自由論題報告

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

加藤政仁（神戸大学）

セルサイド・アナリスト（以下、アナリスト）は、企業情報の収集・分析に基づき、市場参加者に対して投資助言を行う情報提供者である。アナリストの投資助言を利用する市場参加者が多いのは、アナリストが企業評価に関する専門的な知識や経験を有していることに加えて、公正な立場で企業評価を行っていることが大きく影響している。しかし、先行研究では、投資銀行業務や自己売買業務等、証券会社の様々な業務から生じる利害関係が、アナリストの公正性を損なうことが報告されている。

本研究は、金融コングロマリットに焦点を当てて、銀行の利害関係（貸付と株式保有）が、証券アナリストの公正性に及ぼす影響を検証する。具体的には、①銀行と企業の利害関係は、当該企業を対象としたアナリストの投資推奨の内容にどのような影響を及ぼすか、コンセンサス投資推奨との比較を行うこと、②銀行と企業の利害関係がアナリストの投資推奨とコンセンサス投資推奨に違いをもたらす場合、その違いが「情報優位によるものか」、あるいは「銀行やその利害関係企業への忖度によるものか」を明らかにする。

主な検証結果は、①銀行が貸付を行う企業や株式保有する企業を対象としたアナリストの投資推奨は、コンセンサス投資推奨と比べて買い推奨に寄っていること、②「①の結果」は、対象企業のデフォルトリスクが高い場合に顕著にみられることを示した。以上をまとめると、銀行と企業の間で生じる利害関係は、アナリストの投資推奨に楽観性バイアスをもたらし、アナリストの公正性を損なうことを示す結果といえる。

本研究の成果は、第一に、アナリストの公正性に関する研究に対して貢献がある。先行研究は、証券会社組織の利害関係とアナリストの公正性に関する研究が中心であった。本研究は、企業・銀行レベルで貸付や株式保

有に関する詳細なデータを開示する日本市場を対象として、金融コングロマリットにおける銀行の利害関係とアナリストの公正性に関する研究を行い、有益な検証結果を得た。第二に、金融コングロマリット（特に、銀証兼営）の関する実務へのインプリケーションもある。米国では、2008年のリーマン証券の経営破綻を機に、銀証兼営の負の側面に注目が集まり、銀証分離時代への戻る動きが進んでいる（ドットフランク法：ボルカー・ルール）。本研究の成果は、金融コングロマリットでは、銀行の保有リスク（貸付や株式保有）をアナリストの投資推奨を利用して、証券市場の投資家に転嫁するという銀証兼営の負の側面を明らかにしている。