イギリスにおけるアナリスト行動と規制

須藤時仁

要　旨

2003年2月，イギリスの金融サービス機構（FSA）はアナリスト（証券業者）の利益相反問題に対応した規制の修正案および新しい規制案を諮問した。新しい規制案では，アナリストの管理・監督体制や報酬体系などが証券業者に拘束力のないガイダンスとして定められており，アメリカの規制に比べて緩いものとなっている。本稿では，イギリスのアナリスト行動について企業利益の予想形成を中心に検証し，その結果からFSAの採るべき対応を考察した。

先行研究に基づく検証から，アナリスト行動，特にその予想形成について多くの性質が明らかとなった。それらを総合すると，「基本的にアナリストの予想には市場環境に影響された心理的バイアスがあり，市場環境が良好な時期にはこの心理的バイアスに，企業との関係を良好に保つために意図的に形成された戦略的バイアスが加わり楽観的バイアスが増幅される」という推論が成り立つ。

この推論の上に立ってアナリスト規制を考えるとき，重要なことは規制によって意図的な戦略的バイアスは抑えることはできても，心理的バイアスは抑えることはできないということである。したがって，イギリスにおいても，戦略的バイアスを排除するためにアナリストの管理・監督体制などの規定は証券業者に拘束力のある規則として定めるべきである。一方，予想に係る心理的バイアスは「市場に固有のリスク」と認識したうえで，例えば，「正確な」企業情報を開示させる制度の整備，投資情報に関する消費者（投資者）教育の充実によって対処すべきであろう。

目　次

Ⅰ．はじめに－証券アナリスト問題
Ⅱ．アナリストの役割と情報源
　1．アナリストの役割
　2．アナリストの情報源
Ⅲ．アナリスト予想の性質
　1．アナリスト予想の精度
　2．アナリスト予想の合理性
Ⅳ．おわりに

Ⅰ．はじめに
－証券アナリスト問題

アメリカにおけるITバブルの崩壊，それはまさに証券アナリスト（セルサイド・アナリスト）に対する市場の信頼の崩壊でもあった。NYダウ平均は2000年1月14日の11,722.98ドルをピークに，NASDAQ指数は同年3月10日の5,048.62ポイントをピークに，同年末には各々8.0%，51.1%下落した[1)]。

株式相場が下落基調に転じたにもかかわらずアナリストは強気の買推奨レポートを書き続けたが，その背景にはアナリストに対する証券業者(以下，業者)の内部ならびに外部からの強い圧力があった。本来，アナリストは投資家の利益を守るために，業者の他部門や証券の発行企業(以下，企業)などから影響されることなく中立的立場で企業やその株価を評価すべきだが，現実には業者，企業などの利益を優先してその評価を歪めてしまった。これが，いわゆるアナリストの利益相反問題または中立性問題（以下，アナリスト問題）と呼ばれるものである。

アナリストによる利益相反が続いた結果，市場ではアナリストの中立性に対する不信が募り，ついに01年6月に連邦議会下院の金融サービス委員会，証券取引委員会（SEC）がアナリストの中立性に関して調査を開始した（図表1）。さらに，同年12月に，それまで優良企業と評価されていたエンロンが総額160億ドルもの負債を抱えて破産を申請したことで，アナリスト問題に対する規制当局および司法当局による調査と規制強化が一気に加速した。

規制の面では，02年7月9日にニューヨーク証券取引所（NYSE）と全米証券業者協会（NASD）のアナリストに関する新規則が施行されたほか，7月30日には企業改革法（サーベンス・オクスリー法）が成立，8月2日にはSECがレギュレーションAC案を発表した（同案は03年4月14日から施行された)。さらに，10月にはNYSEとNASDが企業改革法に対応した新規則案ならびに規則修正案を発表（両機関とも12月にそれらをさらに修正）するなど，アナリスト問題に対応した詳細な規制が整備されている[2)]。一方，アナリストならびに業者の利益相反に対する追求の結果，03年4月28日に規制・司法当局と大手証券10社（ソロモン・スミス・バーニー，CSFB，メリルリンチ，モルガン・スタンレー，ゴールドマン・サックス，ベア・スターンズ，パイパー・ジャフリー，JPモルガン・チェース，リーマン・ブラザース，UBSウォーバーグ）との間で，総額13億8,750万ドルの和解金支払い，個人投資家に対する自社以外の独立系調査会社レポートの無料提供などを条件に和解が決定した[3)]。しかしながら，この和解でアナリスト問題が全面的に解決したわけではなく，今後はアナリストの利益相反に対する投資家からの業者を被告とした訴訟が相次ぐのではないかと見られている。

以上がアメリカにおけるアナリスト問題とその対応の概略だが，イギリスではこの問題をどのように受け止めているのだろうか。イギリスでも2000年8月以来，株価は低下基調を続けているが，アナリストによる買推奨判断の割合が売推奨判断の割合を大きく上回っている（図表2）。幸いにも，アナリスト問題はアメリカほど深刻には受け止められていないようだが，イギリス金融サービス市場の規制・監督機関である金融サービス機構（FSA）は，02年7月に*Investment research: Conflicts & other issues*

図表1　アナリストの中立性をめぐるアメリカの動向

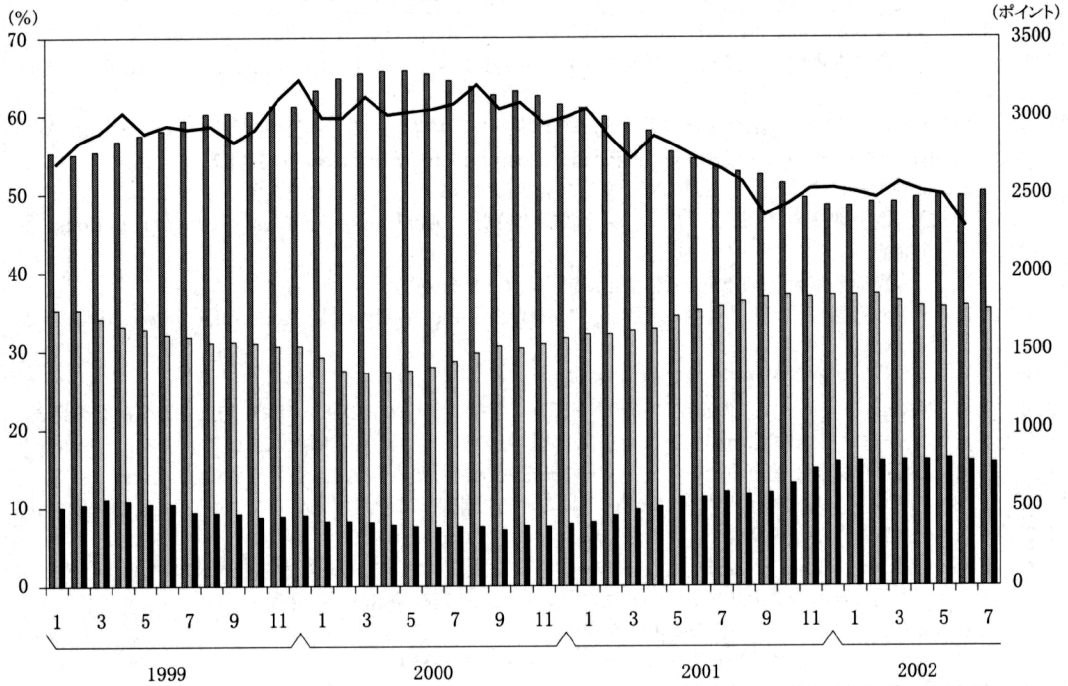
2000. 10. 23	レギュレーションFD施行。
2001. 6. 12	全米証券業者協会（SIA），「調査のベスト・プラクティス（“Best Practice for Research”）」を発表。
6. 14	連邦議会下院の金融サービス委員会，アナリストの中立性に関する公聴会（“Analyzing the Analysts: Are Investors Getting Unbiased Research from Wall Street”）を開催。
6. 27	金融サービス委員会，SIAのガイダンスを審議するレビュー委員会を設置。
6. 28	証券取引委員会（SEC），「アナリスト推奨の分析（“Analyzing Ananlyst Recommendations”）」を発表。
7. 2	全米証券業協会（NASD），情報開示規則の改正案を発表。
7. 31	下院の金融サービス委員会，公聴会（“Analyzing the Analysts II: Additional Perspectives”）を開催。
12. 2	エンロン，破産申請－負債総額160億ドル。
2002. 2. 7	NASDとニューヨーク証券取引所(NYSE)，証券アナリストの利益相反を防止する規則案を発表。
4. 8	ニューヨーク州司法当局，メリルリンチと同社のアナリストの召喚状およびアナリスト・レポートの発行に関する差止命令をニューヨーク州最高裁判所に申し立て，認められる。
4. 18	メリルリンチ，アナリスト・レポートにおける情報開示を強化することでニューヨーク州司法当局と合意したことを発表。
4. 25	SECが，NYSE，NASD，ニューヨーク州司法長官，北米証券監督者協会（NASAA），各州の規制当局と合同でアナリストの中立性について正式捜査を開始したと発表。
5. 10	SEC，NASDとNYSEの新規則を承認。
5. 21	ニューヨーク州司法当局とメリルリンチ，和解成立を発表。
7. 1	ニューヨーク州会計監査長官，ノースカロライナ州とカリフォルニア州の財務長官，ニューヨーク州司法長官が公務員年金基金と取引する金融機関に利益相反防止策を要請。
7. 9	NASDとNYSEの新規則が施行。
7. 17	米国アナリスト協会（AIMR），「リサーチの客観性基準」案を発表。
7. 21	ワールド・コム，破産申請－負債総額410億ドル。
7. 30	企業改革法（サーベンス・オクスリー法）成立。
8. 2	SEC，レギュレーションAC－アナリスト・サーティフィケーション案を発表（03年4月14日より施行）。
10. 9	NYSE，企業改革法第501条に対応した規則修正案を発表。
10. 21	マサチューセッツ州の証券監督局，CSFBに調査部門を投資銀行部門から分離するよう行政命令を勧告。
10. 25	NASD，企業改革法第501条に対応した新規則案ならびに規則修正案を発表。
10. 30	米シティグループ，投資銀行ソロモン・スミスバーニーから調査部門を分離することを発表。
12. 4	NYSE，10月に発表した規則修正案をNASDの規則修正と整合するよう再修正。
12. 18	NASD，10月に発表した新規則案を再修正。
12. 20	SEC，ニューヨーク州司法当局，NYSE，NASDの規制当局と大手証券会社10社との間でアナリスト問題に関して和解が成立（03年4月28日に和解および和解条件が最終的に決定）。

〔出所〕淵田康之・大崎貞和編『検証アメリカの資本市場改革』，日本経済新聞社，2002年，84頁の表に加筆。

（FSA［2002］）と題するディスカッション・ペーパーを発行し，この問題に対する今後の対応について市場関係者から意見を求めた上で，03年2月にアナリスト行動に対する規制の修正案ならびに新しい規制案を諮問した（FSA［2003］）。諮問された新しい規制案のうちアナリストの利益相反に係る部分は図表3に示すとおりである。

図表3を見ると，投資調査の客観性および業者の利益相反に関わる事項については業者に対

図表2　イギリスの上場企業に対するアナリスト判断の分布とFTSE株価指数



（注）棒グラフはアナリスト判断の分布（左から順に買，保留，売）で左目盛，折線グラフはFTSE株価指数（ALL Share）で右目盛。

〔出所〕FSA［2002］，p. 12.

図表3　FSAによる投資調査に対する規制案（COB7.16：投資調査）

1．適用（7.16.1R）

2．目的（7.16.2R）

3．投資調査における利益相反（7.16.3G－7.16.5G）

業者は，投資アナリストが客観的な投資調査を顧客に提供することができるよう確固たる内部規定を適切に定め，上級管理者の責任の下で機能させなければならない。

4．アナリストの監督と管理（7.16.6G）

投資アナリストは，業者の企業金融部門もしくは営業・トレーディング部門の者による監督または支配に服してはならない。

5．他（部門）の活動に対するアナリストの参加（7.16.7G）

企業金融部門および営業・トレーディング部門が，その業務を遂行する上でアナリストの知識，経験，情報を活用することはできるが，営業活動（企業金融業務を獲得するための勧誘行為など）にアナリストを参加させてはならない。

6．報酬体系（7.16.8G）

投資アナリストの報酬を業者の総収益をベースにして決定することはできるが，その決定に企業金融部門，営業・トレーディング部門が関与してはならない。

7．有利な投資調査を提供する誘因（7.16.9G）

証券発行に関連した企業（以下，発行企業と略す）との取引継続または発行企業からの利益誘導のために，業者，投資アナリストもしくは他の従業員が有利な投資調査を提供する誘引を与えるまたは受けることのないよう，業者は適切な措置を講じなければならない。

8．証券発行企業への投資調査の提出（7.16.10G，7.16.11G）

事実確認の場合を除き，投資調査の発行以前に，その内容に対して発行企業が影響を及ぼす（検閲する）ことを業者は認めてはならない。

9．投資調査に表示すべき事項（7.16.12R）

(a)調査提供の主たる対象顧客，(b)事実と意見・推測の区別，データの出所，(c)発行日，(d)レーティングまたは推奨（以下，推奨等と略す）を有効とする期限，(e)使用している推奨等の明確な説明（定義），

(f)ある投資物件に対して1年以上に亘って推奨等を付している場合には，推奨等を付している期間または3年間（いずれか短い期間）における当該投資物件の成果を示す折れ線グラフ（同時に，各推奨等を付した日付または変更した日付を示し，かつ当該日に付した推奨等または変更した推奨等を表示しなければならない），

(g)以下に掲げる投資物件に対する推奨等の分布（%表示）

(i)すべての関連投資物件，

(ii)セクターごとの関連投資物件，

(iii)企業金融業務上の取引が過去12ヵ月間に行なわれた企業に関連した投資物件，

(h)投資調査に記された見解が確かに投資アナリスト個人のものであること。

10．投資調査および公共の場への出演における相反の開示（発行時または出演時）（7.16.13R）

(a)投資アナリストまたはその関係者が関連投資物件または発行企業に対して有する金融上の利害，

(b)業者またはその関係者（以下，業者等と略す）による発行企業の発行済み株式数の1%以上を保有しているか否か，

(c)業者等が関連投資物件または発行企業に対して有するその他の重大な金融上の利害，

(d)以下に掲げるような業者等と発行企業との重要な関係

(i)発行企業とブローカー取引があるか否か，

(ii)発行企業が業者等の大株主か否か，

(iii)企業金融業務上の取引が過去12ヵ月間に行なわれたか否か，また今後6ヵ月以内に行なわれる見込みがあるか否か，

(e)業者が当該関連投資物件のマーケット・メーカーか否か，

(f)関連投資物件または発行企業との関連で業者または投資アナリストが有するその他の重大な利害で，利益相反を惹起すると合理的に考えられる事項。

11．投資物件の募集に係る沈黙期間（7.16.14R）

証券もしくはその派生商品のIPOにおいて幹事もしくは共同幹事となる場合，またはそのような募集に関して引受シンジケートのメンバーとなる場合には，当該投資物件に関連する投資調査の発行および投資アナリストによる公共の場への出演を禁じる沈黙期間を設けなければならない。

12．カバレッジの中止の顧客への通知（7.16.15G）

ある投資物件または企業を投資調査の対象から除いた場合には，投資調査での明示または他の方法により顧客に通知するよう合理的な措置を講じなければならない。

13．内部利用に供する投資調査（7.16.16G）

投資調査を公表せずに，業者内部だけで利用（資産管理のためなど）する場合には，以上に掲げた利益相反が惹起されるとはFSAは考えていない。

（注）1）見出しに付したカッコ内の記号（7.16.1Rなど）はFSAが定める業務行為規約（Conduct of Business: COB）中の規定番号を表わす。なお，Rは規則（業者に対して拘束力あり），Gはガイダンス（拘束力なし）を意味する。

2）項目の説明にある（　）内は筆者注。

3）投資アナリストと投資調査の定義は本論を参照されたい。

〔出所〕FSA［2003］, Annex7（pp. 7-13）より作成。

して拘束力がある規則（R）によって表示と開示が義務付けられているが，それ以外のアナリストの管理・監督体制や報酬体系などについてはすべて拘束力のないガイダンス（G）として定められている。このことは，FSAが今次のアナリスト問題に対して，あくまで業者の自主的な規律とFSAによる監視という枠組みの中で対応しようとしていることを示していよう。拙稿［2003a，b］では，イギリスのアナリスト規制をアメリカの新しい規制，EUにおける規制との対比ならびに英米における株式保有構造の観点から考察し，その結論として，イギ

リスの現行規制はもちろん，現在諮問されている規制案も緩いのではないかと指摘した。しかし，そこでは規制の対象たるアナリスト行動について考察していない。そこで，本稿では先行研究に基き，イギリスにおけるアナリスト行動について企業利益の予想形成を中心に検証する。

Ⅱ．アナリストの役割と情報源

1．アナリストの役割

アナリストの役割を考えるにあたり，まずアナリストの定義を明確にしておこう。アナリストの定義については各国の（自主）規制機関やアナリスト団体などが定めているが，本稿ではFSAの定義に従う。FSA［2003］はアナリストを「投資アナリスト（Investment Analyst）」と呼び，それを「投資調査または投資調査の要約を作成する（筆者注：金融サービス）業者の従業員」と定義している。ここで投資調査とは以下に掲げるいずれかの内容を含む個人的推奨以外の文書を指す（ただし，個人的推奨のような文言で書かれていても，実質的に以下のいずれかの内容を含む文書は投資調査に該当する）。

(a)　指定投資物件に関する調査結果[4]

(b)　指定投資物件の将来的な成果に影響する可能性がある要因の分析

(c)　上記の調査もしくは分析に基づく助言または推奨

一方，FSA［2002］はアナリストの役割が，従来（株式市場が活況を呈する以前の90年代前半までを指すと思われる）は企業の分析と株価判断にあったが，近年ではそれらに加えて機関投資家への営業支援および投資銀行業務（IPO，増資，M＆Aなど）の支援といった役割が重視されるようになったと分析している[5]。ここで，企業の分析と株価判断に係るアナリストの役割とは具体的に，①企業の会計報告書や企業へのインタビューなどによる業界および企業に関する情報の収集，②それらの情報の分析に基づく企業の収益予想および株式売買の推奨判断の作成，③作成した予想，推奨判断の投資家への提供をいう。したがって，近年重視されるようになった機関投資家への営業支援は従来型の役割に包含することもできる。しかし，投資銀行業務の支援は，前述したアナリストの定義に照らすと，その役割を逸脱するものと言えよう。

近年，投資銀行業務に対するアナリストの役割が業者内部で重視されるようになった背景には，1986年のビッグ・バンによる委託手数料自由化や90年代後半からのインターネット取引の普及により株式の売買取引に伴う手数料収入の増加が見込み難くなった反面，90年代後半からの株式市場の活況により，IPOや増資といった投資銀行業務による収益の総収益に占める割合が上昇したことがある。この結果，アナリストの評価，報酬が株式取引よりむしろ投資銀行業務への貢献度で測られるようになると，その貢献度を上げるためにアナリストと企業とのいわゆる「馴れ合い（癒着）」が強くなり，それが企業と株価の判断に対するアナリストの中立性を歪めてしまったと推測できる。

この推測を間接的に裏付ける証拠として，以下にArnold and Moizer［1984a］，Pike et al.［1993］，Barker［1998］，Doukas et al.［2001］の調査，分析を紹介しよう。Arnold and Moizer，Pike et al.，Barkerは，各々1978－81年，

1991年，1994－96年に，アナリストの職務，重視する企業の目標などの項目についてイギリスのアナリストにインタビューとアンケート調査を行なった。その結果，Arnold and Moizerによるインタビューでは，アナリストの職務として前述した企業の分析と株価判断（企業の収益予想と適正な株価収益率（PER）の推定により適正株価を求める）が重要であるとの証言を得た。また，Pike et al. のアンケート調査でも，こうしたファンダメンタルズ分析の重視に加え，アナリストが企業を評価する際に重視する企業の目標として，長期的（3年以上）な株主資産の成長と1株当たり利益の成長が短期的（1－3年）な収益の増加より上位に挙げられている。

一方，Barker がアナリストに対して行なった，ファンド・マネージャーに提供すべきサービスに関するアンケート調査からは，正確な収益予想や頻繁な市場の見直しより，個別の企業，産業についての情報に基づいた分析，付加価値のある独自の分析が重視されていることが見出された。

以上に紹介した Arnold and Moizer 等の調査では，アナリストのサンプルや質問項目が異なるほか[6]，Barker の調査において「正確な収益予想」と「特定の企業に関する情報に基づいた分析」との具体的な相違が論文からは不明なことなどから，これらの結果を単純に比較することは難しい。しかしそれらの調査結果から，90年代半ば以降アナリストの意識の中でその役割に対する重点が企業の分析，推奨判断という伝統的なものから，「企業に密着してより多くの情報を収集すること」に移っていったニュアンスが読み取れる。

また，このことは Doukas et al. の分析にも現れている。Doukas et al. はイギリスの公開企業を対象に1999－2000年のデータを用いて，企業の所有と経営の分離から生じるエージェンシー・コストを抑制するモニタリング機能をアナリストは果たしているかという問題を分析した[7]。その結果，アナリストは上記の意味でのモニタリング機能を果たしているが，その効果は中小企業に比べて大企業のほうが小さいことが見出された。この結果に対して Doukas et al. は，企業規模が大きくなり組織や業務構造が複雑化するとアナリストが企業全体を十分にモニタリングすることが困難になるため，その効果が小さくなると解釈している。

この解釈は常識的には納得できるが，過去との比較がない点で表面的なものとなっている可能性もある。この研究が分析対象とした1999－2000年といえばイギリスでも IT バブルの時期であり，まさに投資銀行部門の一員としてアナリストが企業（特に大企業）との馴れ合い関係を深めていった時期に相当する。したがって，Doukas et al. の分析結果はアナリストと大企業との馴れ合いを示す証拠とも解釈できよう。どちらの解釈が妥当であるかを検証するためには，少なくとも株式市場が活況を呈する以前（できれば市場が低迷していた時期）を対象に同様の分析を行い，結果を比較する必要があろう。

2. アナリストの情報源

前項での検討から，アナリストの役割に対する業者およびアナリスト自身の意識が90年代半ばを境に変化してきたと推測できるが，それでもアナリストの本質的職務が「情報の収集，加工・分析，提示」であることに変わりはない。では，加工・分析の元となる情報はどこから収

図表4　アナリストの情報源のランキング

	Arnold & Moizer [1984 a]	Pike et al. [1993]	Barker [1998]
企業へのインタビュー	3	1	1
アナリスト・ミーティング		2	2
業績報告		4	3
年次会計報告書	1	3	4
業界（団体）へのインタビュー			5
暫定（中間）会計報告書	2		6
インハウス・エコノミスト			7
業界情報サービス	4=	5	8
インハウス・ストラテジスト			9
顧客			10
販売員			11
株主年次総会		7	12
市場ニュース			13
インハウス・テクニカル・アナリスト			14
カンパニーズ・ハウス	7		15
新聞	4=		16
他のブローカーのレポート	4=	6	17

（注）カンパニーズ・ハウス（Companies house）とは，企業に関する情報を登録，管理，提供する行政機関である。
〔出所〕Barker［1998］，p. 11から作成。

集してくるのだろうか。別言すれば，アナリストは情報源として何を重視し，それは時代とともに変化しているのだろうか。

アナリストの情報源については，前出のArnold and Moizer［1984a］，Pike et al.［1993］，Barker［1998］がアンケート調査を行なっている。それらの調査から情報源としての重要度をランキングし比較したものが図表4である。この図表から次のような特徴を見出すことができる。

第1に，いずれの調査でも企業（経営者）へのインタビュー（特に個別のインタビュー），年次および中間会計報告書が上位にランクされているが，Arnold and Moizerの調査では企業へのインタビューより会計報告書のランクが高いのに対して，他の調査ではいずれもその順位が逆となっている。Arnold and Moizerはアンケート調査に先立ちイギリスの6業者（証券会社4，生保，銀行各1）に属すアナリストに直接インタビューを行なっているが，そのインタビューでは会計報告書より企業へのインタビューが重要な情報源として強調されていた。このインタビューとアンケート調査による結果の矛盾に関して，Arnold and Moizerは，「実際には会計報告書より企業へのインタビューの方が情報源として重要であるが，そのように回答するとインサイダー情報を利用していると疑われることを懸念して，アンケート調査では企業へのインタビューが意図的に過小評価されたのであろう」（p. 203）と解釈している。

企業へのインタビューが重視される理由としてBarkerは次の2点を挙げている。

① 情報に即時性がある。会計報告書から得られる情報は過去のものであるが，企業へのインタビューからは現在ならびに将来に関わる情報が得られる。

この意味では，Arnold and Moizerの調査結果とPike et al.，Barkerの調査結果との相違は，企業との親密な関係を築いて「短期的な情報」を得ることが意識的に重視されるようになったことの現われとも解釈できる。

② アナリストの疑問を直接企業経営者または責任者に問い質すことができる。質問を通じて未公表情報が得られる可能性もある。

後者の意味では，アナリストを集めたアナリスト・ミーティング（決算説明会など）より個別のインタビューが好ましい。というのは，質問はミーティングでも行なうことはできるが，個別のインタビューの方が他のアナリストを意識せずに質問することができるからである[8]。

以上のほかにも，前項で説明した投資銀行業務の支援が重視される近年では，企業との取引関係を維持，拡大するための訪問（いわゆる「ご機嫌伺い」）も企業へのインタビューが重要視される要因となろう。

なお，Arnold and Moizerの調査では，インタビューの頻度は年1－2回が多いものの，年3回以上インタビューすると回答したアナリストも全体20％以上に上る。また，インタビューでの質問内容としては，取引や財務上の変化とその理由，長期的な目標・計画という回答が上位を占めている。

図表4から見出される第2の特徴は，Arnold and Moizer，Pike et al.の調査では新聞や他のブローカー（セルサイド・アナリスト）からの2次情報も比較的重視されているのに対して，Barkerの調査ではそれらの重要性がかなり低いとみなされていることである。この原因としては，まずArnold and Moizer，Pike et al.とBarkerの調査におけるサンプルの性格が異なることが挙げられる。脚注6）で述べたように前二者のサンプルにはバイサイド・アナリストが含まれており，このバイサイド・アナリストはセルサイド・アナリストの情報を参考にすることがDimson and Marsh［1984］によって示されている[9]。

第2の原因として，やはり90年代半ば以降のインターネット普及に伴い，以前は新聞や他のアナリストに依存していた情報を企業からのプレス・リリース，情報ベンダー（ブルーム・バーグなど）から逸早く得ることができるようになったことも調査結果に影響していよう。このことは，インターネットの普及により情報の即時性と公平開示が高まったことを示すと同時に，それがアナリストによる企業との関係の重視（情報獲得競争）を促していると考えられる。

Ⅲ．アナリスト予想の性質

本節では，アナリスト予想の性質として，その精度（実績に対する正確度）と合理性について検証する。

1．アナリスト予想の精度

アナリスト予想の精度を測る指標としては，$A_{i,t}$をt期における企業iの（1株当たり）利益実績，$F_{i,t}$をその予想として，$F_{i,t}-A_{i,t}$，$|F_{i,t}-A_{i,t}|$，$\frac{F_{i,t}-A_{i,t}}{A_{i,t}(\text{または}F_{i,t})}$，$\left|\frac{F_{i,t}-A_{i,t}}{A_{i,t}(\text{または}F_{i,t})}\right|$などが考えられる。基本的に予想の精度は予想と実績の乖離，すなわち絶対値で測るべきであろうが，例えば予想の上方（楽観的），下方（悲観的）バイアスを分析する場合には絶対値は不要である。以下に紹介する先行研究では，精度の指標として予想と実績の誤差（予想誤差）を

$A_{i,t}$または$F_{i,t}$で相対化したものを用いている。誤差を相対化するために$A_{i,t}$と$F_{i,t}$のいずれを基準とすべきかについて先見的な証拠はないが，Patz［1989，p. 269の注4］は，$F_{i,t}$を基準とした場合にはアナリストの予想能力というより企業がアナリストの予想を達成する能力を測る指標になってしまうと述べている。実際，ほとんどの先行研究は$A_{i,t}$によって相対化した指標に基づいて分析している。

予想の精度を分析する場合の視点として，大きく次の2つに分けることができる。

① 企業の規模など特定のファクターを考慮しない場合の全体的な精度

② 特定のファクターによって区分した場合の予想の精度

以下では，これらの視点ごとに先行研究を整理し，精度に関するアナリスト予想の性質を考えてみよう。

（1） 全体的な精度

予想の全体的な精度を考える場合でも，その精度の良否を比較するための基準が必要である。ここでは，その基準として（i）予想時点から決算期までの期間（予想期間），（ii）データに基づいた利益予想モデルによる予想，（iii）実績に対するバイアスの3つを考える。

（i） 予想期間

ここでの論点は，予想期間が短い（決算期が近づく）ほど予想の精度は向上するかということである。常識的に考えれば，決算期が近づくほど当該期の企業（利益）に関する情報が増え，それを予想形成に利用することによって精度が向上すると推測される。

この論点については，Bhaskar and Morris［1984］（以下B＆Mと略す），Patz［1989］，Capstaff et al.［1995］が2年未満（B＆Mでは1年未満）の予想期間を適当な期間に区切り，各予想期間における相対予想誤差（絶対値）の平均を比較し統計的に検定した。その結果，いずれの研究でも予想期間が短いほど精度は有意に向上することが示された[10]。この結果自体は，上述の常識的な推測を単に確認したにすぎないが，後述する利益予想モデルとの比較を加味すると興味深い結果が得られる。

（ii） 利益予想モデルとの精度比較

ここでの論点は

① アナリスト予想は利益予想モデルによる予想より正確か，

② アナリスト予想とモデル予想の相対的な精度は予想期間に応じて変化するか，

の2つである。最初の論点については，利益予想モデルはある定量的なデータに基づいて予想するため，予想に利用するデータが限られるのに対して，アナリストはそれらのデータに加えて逐次発表される定性的な情報も予想形成に利用できるため，モデルより精度が高いと推測される。第2の論点については，以下で利益予想モデルを説明した後に述べる。

前出のB＆M，Patz，Capstaff et al.は同じ論文の中でこれらの論点について検証している（ただし，B＆Mは論点①，Patzは論点②についてのみ論じている）。これらの研究で用いられた利益予想モデルはいずれも時系列モデルである。具体的には，B＆MとPatzは複数の時系列モデルによる予想精度を比較した結果，前者は前期の利益増減率が今期も続くと仮定したモデル（$F_{i,t}=(A_{i,t-1}/A_{i,t-2})*A_{i,t-1}$），後者は前期実績が今期も持続すると仮定したモデル（$F_{i,t}=A_{i,t-1}$；ランダムウォーク・モデル）の精度が最も高いと結論し，これらのモデルを利

用した[11]。一方，Capstaff et al. は複数のモデルを比較することはせずに，前期のインフレ率を考慮したランダムウォーク・モデル（$F_{i,t}=(1+\pi_{t-1})^{*}A_{i,t-1}$）を用いている。

ここで，先に留保しておいた論点②の意図について説明しよう。上述した利益予想モデルの構造から，モデルによる予想は前期の実績が判明した時点で形成され，その後今期の実績が発表されるまで更新されない。したがって，アナリスト予想の精度が予想期間が短いほど向上するのであれば，モデル予想に対するアナリスト予想の相対的な精度は予想期間が短くなるほど向上するということになる。

論点の検証方法については，いずれの研究でもモデル予想による相対予想誤差（絶対値）の平均をアナリスト予想によるそれと比較することによって，両者の差の有意性を統計的に検定している。その結果，論点①についてはB＆M（予想期間は1年未満），Capstaff et al.（同20ヵ月以下）ともアナリスト予想の精度がモデル予想のそれを有意に上回ることを示した。一方，論点②に関して，予想期間を区切ってアナリストとモデルの予想精度の差を検定したところ，Patz は予想期間が1年未満の場合はアナリスト予想の精度がモデル予想のそれを有意に上回るが，予想期間が1年以上（2年未満）になると両者の予想精度が有意に逆転することを見出している[12]。また，Capstaff et al. も，予想期間が16ヵ月以下ではアナリスト予想の精度の方が有意に高いものの，17ヵ月以上（20ヵ月以下）となると両者の精度に有意な差がない，つまりアナリスト予想の精度がモデル予想のそれと同程度に低くなると結論している。

論点②の結果は（ｉ）で述べた結果と整合しており，まとめると「概して，1年未満の予想期間ではアナリスト予想の精度がモデル予想のそれを上回るが，予想期間が1年以上の長期となると必ずしもアナリスト予想の精度がモデル予想より良好なわけではない」と言えよう。しかも検証のサンプル期間がB＆Mは1970－75年，Patz が1980－81年，Capstaff et al. が1987－91年であるから，この結果は時代（そして市場の状況）にかかわらず妥当しそうである。これは，前述したように，決算期が近づくほど企業へのインタビューなどを通じて当該期の利益に関する正確な情報が増え，それを予想形成に利用できるからであろう。しかしながら，長期予想では，いかに来期に関する情報が少ないとはいえアナリストの予想が単純な時系列モデルによる予想と同程度またはそれ以下の精度しかないというのは，単純に納得できる結果ではない。この背景には，長期予想において，アナリストは何らかの理由（例えば企業と良好な関係を維持するため）により客観的に利益を予想しないが，決算期が近づくとアナリストとしての評価を維持するために利益をより客観的，正確に予想するという事情があるとも推測される。

（iii） 実績に対するバイアス

これまでの基本的な問題意識は，アナリストの利益予想が実績とどの程度乖離しているのかという点にあった。ここではその乖離の方向性を問題にする。つまり，論点は

① 実績に対してアナリストの予想には上方（楽観的），下方（悲観的）いずれのバイアスがかかっているのか，

② アナリストの予想にバイアスがかかる要因は何か，

の2つである。なお，これらの論点は後述する予想の合理性にも関連することを付記してお

く。

予想のバイアスについては前出の三者ならびにO'Hanlon and Whiddett［1991］（以下，O＆Wと略す）の研究がある。まず，B＆MとPatzは相対予想誤差の符号を検証した。その結果，前者では悲観的バイアスの傾向が見出され，予想にはバイアスがないという仮説も棄却された。一方，Patzは仮説検定まで行なっていないが，全予想サンプル（予想期間2年未満）の64%に楽観的バイアスがあったことを示している。なお，予想期間が1年未満の短期予想だけを見ると，楽観的バイアスの比率は59.9%となる。

また，O＆WとCapstaff et al.は利益変化率の実績をその予想変化率で回帰した次の式に基づいて予想バイアスを分析した[13]。

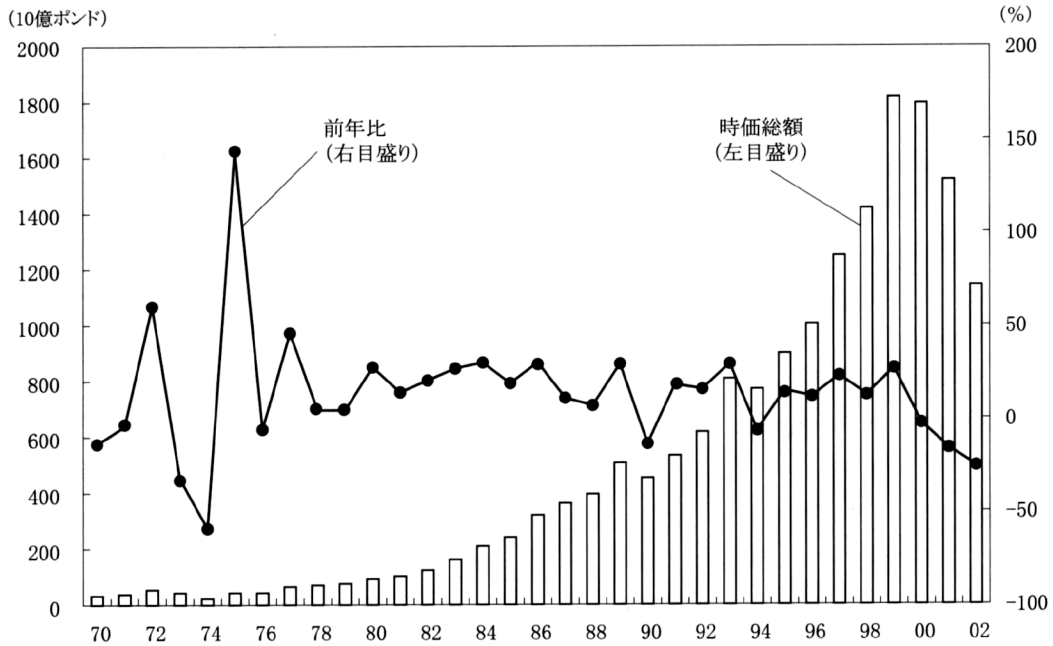
$$\left(\frac{A_{i,t}-A_{i,t-1}}{A_{i,t-1}}\right)=\alpha+\beta\left(\frac{F_{i,t}-A_{i,t-1}}{A_{i,t-1}}\right)+e_{i,t} \quad (1)$$

この式で，定数項αがバイアスを表わす（$\alpha<0$：楽観的バイアス，$\alpha>0$：悲観的バイアス，$\alpha=0$：バイアスなし）[14]。(1)式を推定したところ，O＆Wではαの推定値が有意に正，つまり悲観的バイアスが示されたが，Capstaff et al.では逆の結果が見出された。特に，前者が用いた予想データは7ヵ月予想のみだが，後者は0から20ヵ月予想のすべてに楽観的バイアスが見出されたことは注目される[15]。

以上の結果をまとめると，アナリストの予想にはバイアスがかかっているが，そのバイアスには一貫性がない。PatzはB＆Mと結果が異なったことに対して，（アメリカに関するBrown et al.［1985］の結論を引用して）長期的に見ればアナリストの予想にシステマティックなバイアスがかかっている証拠はないと述べているが，短期的になぜバイアスが生じるかについて説明していない。これらの研究のサンプル期間を見ると，B＆Mが1970－74年，Patzが1980－81年，O＆Wが1987－88年，Capstaff et al.が1987－91年となっている。このサンプル期間の相違がバイアスの相違に影響しているのではないだろうか。というのは，予想に係るバイアスは予想する時点での環境に影響されると考えられるからである。アナリスト予想の場合，マクロ経済ショックによる事後的バイアスと市場の状況に影響されたアナリストによる意図的ないし心理的なバイアスの2つの可能性があるが，Capstaff et al.は前者の可能性を実証的に否定しているため，以下では後者の可能性について検討してみよう。

ここでは株式市場の状況を表わす指標として株式時価総額を考える（図表5）。この時価総額と予想バイアスとの関係は図表6のように整理でき，これを見ると予想に楽観的，悲観的バイアスがかかる時期と市場の好不調の時期とが概ね一致している。特に，O＆WとCapstaff et al.の場合，サンプル期間が重複しかつ時価総額の平均変化率もほぼ等しいにもかかわらず対照的な結果となったのは，やはり市場環境の変化が影響したと考えられる。つまり，時価総額の前年比を見ると，O＆Wのサンプル期間は，87年のブラック・マンデーの影響もあり86年末の31.5%から87年13.1%，88年8.7%へと低下していった反面，Capstaff et al.のサンプル期間にはその後の時価総額が大きく上昇した89年（29.2%）と91年（19.0%）を含んでいる。この点に関連して，Capstaff et al.は利益実績が増益の企業と減益の企業とに分け，それらの企業に対するアナリスト予想の精度の相違を検証した結果，増益企業の場合に比べて減益企業の予想精度が著しく劣ることを

図表5　UKの株式時価総額と前年比



(注) 1) 70年と71年は3月末，72年以降は12月末の数値。
2) 94年末まではUKとアイルランド，95年末以降はUKのみの数値。
〔出所〕ロンドン証券取引所のホームページ（http://www.londonstockexchange.com/market/historic.asp）から得たデータに基づき作成。

図表6　アナリスト予想のバイアスと市場の状況

	サンプル期間	バイアス	時価総額の前年比変化率
B&M［1984］	1970－74年	悲観的	平均：－14.3%
Patz［1989］	1980－81年	楽観的	平均：21.6%(80年：28.1%，81年：15.5%)
O&W［1991］	1987－88年	悲観的	平均：10.9%(87年：13.1%，88年：8.7%)
Capstaff et al.［1995］	1987－91年	楽観的	平均：10.0%

(注) 1) B&M＝Bhaskar and Morris，O&W＝O'Hanlon and Whiddett.
2) B&M［1984］の時価総額前年比（平均）は，統計上の不連続のため70年3月末を69年末とみなして計算した。

示し，市場が良好な時期は減益企業に対してさえアナリストは悲観的予想を忌避すると結論している[16)]。

また，Patzの結果に関しても，アナリストが予想した時期（80年と81年）で予想を分け，それらのバイアスを調べると，80年に予想を形成した場合には楽観的バイアスのかかった予想が全体の73%を占めたのに対して，81年に予想を形成した場合にはその割合が46%まで低下し，むしろ悲観的バイアスが過半を占めた。これは時価総額の前年比で見て80年の好環境（28.1%）から81年には低迷した（15.5%）ことと符合している。

以上の検討から，アナリスト予想のバイアスは市場の状況に影響されたアナリストによる意図的または心理的なバイアスであると推測される。

（2）　ファクターで区分した場合の精度

ここでの問題意識は，予想対象の企業規模など特定のファクターでサンプルを分類した場合に，予想の精度に差異が生じるか否かということである。以下では（ｉ）企業規模，（ii）株価の変動リスク，（iii）企業に対するブローカー・サービス（以下，ブローカー取引）の有無をファクターとした場合について先行研究を見ていこう。

（ｉ）　企業規模

Marston［1997］とHussain［2000］は企業のどのような特性がアナリストの調査対象の選択に影響を与えるか分析したところ，アナリストは大企業をフォローする傾向があることを見出した。この背景には大企業のほうが情報が豊富であること，投資家になじみがあり注目されやすいことのほかに，Marstonは，大企業にはアナリスト・ミーティングを開催する企業が多く，そこで未公表情報を入手できる可能性があることも要因ではないかと述べている[17]。こうした要因以外では，やはり大企業は金融サービス業者にとって資金運用や投資銀行業務の重要な顧客であることも無視できまい（近年ではむしろ主要因なのではないだろうか）。

では，アナリスト予想の精度という点ではどうなのだろうか。前出のB＆M，Patz，Capstaff et al.ならびにHussain［1996］が企業規模と予想精度との関係を分析した結果，B＆M以外はすべて企業規模が大きくなるほど予想精度が高くなることを見出している。B＆Mのサンプルではなぜ企業規模と精度とが正比例しなかったのか理由は不明だが，少なくともそのサンプル期間である70年代前半に比べて他の研究におけるサンプル期間（80年代以降）は情報獲得手段，企業の情報開示制度とも充実したことが結果の相違に現れたのではないだろうか。

しかしながら，大企業の方が予想精度が高いという結果は，前述したDoukas et al.［2001］の結論（大企業のほうが中小企業よりアナリストのモニタリング機能が働かない）と矛盾するように思われる。双方の結論を整合的に解釈すれば，中小企業の場合にはアナリストは情報を独自に分析することによって利益予想を行なうが，大企業については人的関係を通じて企業自体が予想する利益を教えてもらい，それをベースにアナリストが予想を形成するため予想精度が高くなる反面，アナリストによるモニタリング機能が働かないのではないだろうか。

（ii）　株価の変動リスク

前出のMarstonとHussainは株価の変動リスク（個別企業に関する株式保有収益率の分散）とアナリストのフォローとの関係についても検証したところ，両者の結果は分かれた。前者はリスクとフォローとの間に正の相関関係（株価の変動が大きい企業ほど，その企業の情報，つまりアナリストのサービスに対する需要が大きくなる）を見出した反面，後者はそれらの間に負の相関関係（株価の変動が大きい企業ほどアナリストが予想を誤る危険性，つまり評価を下げる危険性も大きくなるため，アナリストはその企業をフォローすることを敬遠する）があることを示した。

一方，主題である株価の変動リスクと予想精度との関係であるが，やはりB＆MとPatzがリスク指標としてβ値を用いて検証したところ，ともに両者の間に明確な関係を見出すことはできなかった。この結果から，B＆Mは，株価のシステマティック・リスクが高いからといって必ずしも当該企業の利益予想が困難であるとは言えないと結論している。

(iii) 企業とのブローカー取引

企業とのブローカー取引の有無と予想精度との関係については必ずしも明らかではない。常識的に推測すれば，ブローカー取引のある企業の方が業務上の関係が密接であるだけに情報も多く収集でき正確な利益予想ができそうだが，逆に業務上の関係を維持，拡大するため予想に楽観的バイアスをかけるインセンティブも働きやすくなるだろう。一方，そのような取引関係にない企業に対しては情報面で劣るものの中立的な予想を形成できると考えられる反面，今後の取引関係を築くために故意に楽観的バイアスをかけた予想を形成するという推測も成り立ちうる。

Hussain［1996］は単一のブローカー業者によるアナリスト予想（1株当たり利益）を，当該業者とブローカー取引している企業（150社）に対する予想と取引していない企業（369社）に対する予想とに分けて，予想に係るバイアスを検証した。分析方法は，前項のバイアスの分析と同様に(1)式（わずかに変形しているが実質的には同じものである）を推定して，定数項αの符号を調べている。

その結果，予想期間が9ヵ月から12ヵ月の場合にはどちらの企業の予想に対しても楽観的バイアスが見られた。しかし，ブローカー取引のない企業に対しては6ヵ月以下では予想にバイアスが見られなくなる反面，取引のある企業についてバイアスがなくなるのは3ヵ月以下(すなわち予想期間が6ヵ月ではまだ楽観的バイアスが残っている)となることを見出した[18]。このことから，総じて，取引関係にある企業に対しては関係の維持，拡大のためにその予想に楽観的バイアスが強くかかる傾向があると言えよう[19]。

2. アナリスト予想の合理性

ここでは，「合理的な予想」を予想時点で利用可能なすべての情報を利用して適正に形成された予想と定義する。この定義から，アナリストが合理的に予想しているか否かという問題は次の2つの論点に分けることができる。

① 利用可能なすべての情報を用いているか。
② 情報に対して適正な予想を形成しているか。

なお，論点②において「適正な予想」とはバイアスおよび情報に対する過剰反応も過小反応もない予想をいう。以下ではこれらの論点について順に先行研究を検討していこう。

(1) 利用可能なすべての情報を用いているか

Capstaff et al.［1995, 1998］は，市場全体のPERに反映されている市場の情報をアナリストは予想形成において考慮しているかという問題を検討した。まず，1995年の論文では，予想時点における市場PERと企業iの株価から予想される今期の1株当たり利益を前出の(1)式に説明変数として追加し，それに係る係数が有意にゼロと異なって推定されるか否かを検定した。つまり，アナリストが予想形成において市場PERの情報を利用しているならこの追加した説明変数は新たな情報を付加せず，その説明変数に係る係数は有意にゼロと推定されるはずである。

さらに1998年論文では，サンプル企業をそのPERの高低で10分類し，アナリスト予想の精度とPERの高低との関係を検証したほか，市場PERと企業iの株価に基づいた利益予想とアナリストによる利益予想の精度も比較している。

その結果，以下のことを見出した。

① 追加説明変数に係る係数は有意にゼロと異なる。つまり，アナリストは予想形成において市場PERに内包される情報を利用していない。

② アナリストの予想誤差は，極端に高いまたは低いPERの企業に集中している。それらの企業については，予想期間が長期になるほど予想の精度が急速に悪化する。

③ 予想期間が1年以下では，市場PERに基づく利益予想の精度よりアナリストの精度の方が高いが，予想期間が1年超となると両者の精度は逆転する。

以上の結果から，Capstaff et al.は，企業の利益を予想するにおいて市場PERはアナリスト予想に含まれない有用な情報を提供すると結論している。また，アナリストが市場PERの情報を予想形成に利用しない理由として，予想形成またはその修正のタイミングと市場の動きとのずれを指摘している。つまり，アナリストは市場の動向に合わせて企業の利益予想を形成ないし修正するのではなく，新たな情報を得たときにそれらを行うため，市場PERの情報が予想に反映されないのではないかと述べている。

（2） 情報に対して適正な予想を形成しているか

前述したように，適正な予想とはバイアスおよび情報に対する過剰反応も過小反応もない予想をいうが，前項でアナリストの予想にバイアスがあることをすでに検証した。したがって，情報に対してアナリストは適正な予想を形成していないことになる。しかしながら，情報に対してアナリストがどのように反応するかについてまだ先行研究を検証していなく，非常に重要な論点でもあるので，以下ではこの論点に関する先行研究を見ていこう。

その前に，情報に対する過剰反応と過小反応の定義を確認しておく。アナリストが情報に対して過剰反応することとは，アナリストがある企業に関して新たな情報を得たとき，それが企業収益にとってプラス（マイナス）となる情報であれば，合理的な範囲を超えて楽観的（悲観的）な予想を形成し，その後の見直しで下方（上方）修正していくことを意味する。逆に，アナリストが情報に対して過小反応することとは，アナリストが企業に関する情報を得てもそれを予想形成や修正にほとんどないしわずかしか反映させないことを意味する。したがって，情報に対する反応は，予想に対する見直しの過程を分析することに検証される。

予想の見直し過程についてはO＆W［1991］とCapstaff et al.［1995］が各々1987－89年（3月まで），1987－91年のデータを用いて分析している。まず，O＆Wは月次ベースでの予想の修正率 $REV_{i,t}$ と純上方修正比率 $NUR_{i,t}$ を以下のように定義した。

$$REV_{i,t} \equiv \ln\left(\frac{MF_{i,t}}{MF_{i,t-1}}\right), \quad NUR_{i,t} \equiv \frac{N^U_{i,t} - N^D_{i,t}}{N_{i,t}}$$

ここで

$MF_{i,t}$：t期（月次）における企業iの1株当たり予想利益（各アナリストの平均値），

$N^U_{i,t}(N^D_{i,t})$：t期に企業iの1株当たり利益の予想を上方（下方）修正したアナリスト数，

$N_{i,t}$：t期に企業iの1株当たり利益の予想を形成しているアナリスト総数

である。さらに，月次ベースで定義した上記の修正率と修正比率を各々3ヵ月分加算することによって四半期ベースの修正率と修正比率を計

算し，それらの指標の符号の推移を検証した。その結果，87年第1四半期から89年第1四半期までの9四半期中，ブラック・マンデーの影響が残る87年第4四半期から88年第2四半期を除きいずれの指標も正であったことが示された。

この結果から，O&Wは，アナリストは情報に対して過小反応し，従前の予想に固執する傾向があると結論している。しかしながら，この結果はアナリストが従前の予想を上方修正する傾向があることを示しており，前述の過剰反応，過小反応の定義に照らせば，むしろ情報に対して悲観的に過剰反応すると解釈できよう。少なくとも，予想の修正率REVの定義から，O&Wの言うようにアナリストが従前の予想に固執する傾向があることを示すためには，REVが有意にゼロとなることを統計的に実証すべきであろう。

一方，Capstaff et al.は以下の式を推定することにより，アナリストの予想修正の過程を検証した。

$$\frac{F_{i,t}-PF_{i,t}}{A_{i,t-1}}=\alpha+\beta\left(\frac{PF_{i,t}-A_{i,t-1}}{A_{i,t-1}}\right)+e_{i,t} \quad (2)$$

ここで，$PF_{i,t}$は予想の見直し時点（t期）における従前の予想を表す。(2)式において，説明変数は従前の予想利益増減率，被説明変数は前期利益に対する予想の修正率を表すから，従前の利益を過剰に楽観的（悲観的）に予想していたら，その見直しにおいて下方（上方）修正されるため，説明変数と被説明変数とは負の相関関係を示すであろう。逆に従前の予想が過小反応（控えめ）であれば，両変数は正の相関を示す。それらの関係はβの符号に現れるため，

$$\begin{cases}\beta<0 & \text{：従前の予想が過剰反応}\\ \beta>0 & \text{：従前の予想が過小反応}\end{cases}$$

となる。また，(1)式の場合と同様に，定数項αは従前の予想のバイアス（$\alpha<0$：従前の予想に楽観的バイアス，$\alpha>0$：従前の予想に悲観的バイアス，$\alpha=0$：バイアスなし）を表している[20]。

上記(2)式を推定した結果，α，βとも有意に負となった。これは，アナリストの予想が当初，情報に対して楽観的に過剰反応し，その結果，事後にその予想を下方修正することを示している。このCapstaff et al.の結果は，分析の対象期間が重複しているにもかかわらずO&Wの結果（過小反応）と相反したものとなっている。このことは，前述したようにO&Wの結果を情報に対して悲観的に過剰反応するためアナリストは事後的に予想を上方修正すると解釈しても同じである。両者の結果の相違を整合的に解釈するには，前項の「(1)(iii)実績に対するバイアス」で検討したのと同様に，その原因をサンプル期間における市場の状況の相違に求めることが合理的であろう。O&Wが分析の対象とした1987－89年（3月まで）はブラック・マンデーの影響もあって市場環境が悪化していた時期であり，Capstaff et al.が対象とした1987－91年は前者の期間を含んでいるものの，89年，91年という市場が活況を呈した時期も含んでいるため平均すれば概ね市場環境は良好だったと言えよう。このような市場環境の相違に注目したとき，情報に対するアナリストの反応として，「アナリストは市場の状況に影響され，それが良好な時期は情報に対して楽観的に過剰反応するため事後にその予想を下方修正し，逆に市場の状況が悪化している時期は情報に対して悲観的に過剰反応するため事後にその予想を上方修正する」傾向があると解釈すれば，両研究の結果が整合的に解釈できよう。

Ⅳ. おわりに

以上，アナリスト予想の性質を中心に，イギリスにおけるアナリスト行動を先行研究に基づいて検証してきた。本稿の冒頭で述べたように，そもそもの問題意識はアナリストに対する規制はどうあるべきかという点にあるので，ここではまとめとして，本論で検証してきたアナリスト行動から規制について考えてみよう。

アナリスト問題を現象的に捉えれば，利益予想および推奨判断に対する過度の楽観的バイアスということになる。Capstaff et al.［1999］は予想に楽観的バイアスが現れる要因をアメリカを対象とした先行研究に基づいて次の3つに整理している。

①予想過程バイアス

・アナリストが予想を形成する過程で，短期的な要素（直近の情報）に比重をかけ過ぎるために発生する，偶発的なバイアス（Kahneman and Tversky［1979］）。

②戦略的バイアス

・企業との関係を良好に保つことを目的に意図的に形成されたバイアス（Francis and Philbrick［1993］，Dugar and Nathan［1995］）。

・（業務構造が複雑などの理由で）企業の利益予想が難しい場合，企業経営者と親しくなってより多くの情報を得ることを目的に，意図的に形成されたバイアス（Das et al.［1998］）。

③選択バイアス

・アナリストが自己の評価を高めるなどの理由で，楽観的な予想を形成できる企業のみを選択することによるバイアス（McNichols and O'Brien［1997］）[21]。

ここで，予想過程バイアスと選択バイアスは主にアナリストの心理的な影響によるバイアスと考えられるため，以下では双方を合わせて心理的バイアスと呼ぶ。

アナリスト問題において，その要因となるバイアスは明らかに戦略的バイアスである。しかしながら，本論での検証から，イギリスでは（アメリカでも同様であろうが）時代に関わらず企業へのインタビューがアナリストにとって最も重要な情報源であり，企業との関係が非常に重要視されていたにもかかわらず，市場環境によっては予想に対して悲観的バイアスがかかった時期もあった。このことから次のような推論が成り立つ。基本的にアナリストの予想には市場環境に影響された心理的バイアスがあり，市場環境が良好な時期にはこの心理的バイアスに戦略的バイアスが加わり楽観的バイアスが増幅される。

このような推論の上に立つとき，アナリストに対する規制はどうあるべきなのだろうか。重要なことは，規制によって意図的な戦略的バイアスは抑えることはできても，心理的バイアスは抑えることはできないということである。逆に言えば，戦略的バイアスは市場の信頼を確保するためにできる限り規制によって排除しなければならない。その意味では，図表3に掲げたイギリス（FSA）の規制案において，投資調査の客観性の表示と利益相反の開示のみならず，アナリストの管理・監督体制や報酬体系などの規定も拘束力のある規則として定めるべきである。一方，予想に係る心理的バイアスは「市場に固有のリスク」と認識したうえで，それに対処すべきである。そのためには，例えば，企業にとって有利，不利を問わず重要な

（特に業績に関わる）情報を「正確に」開示させる制度を整備するとともに，FSAが投資情報の取り扱いに関する十分な消費者（個人投資家）教育を施すことが必要となろう。

注

1) NYダウ平均とNASDAQ指数はその後も下落し続け，02年末にはピークに対して各々28.8%，73.6%下落している。

2) これらの規制の内容については，佐賀［2003］，拙稿［2003b］を参照されたい。

3) 02年12月の和解成立の段階では，証券大手10社にパイパー・ジャフリーではなくドイツ銀行が含まれており，また和解金も14億3,500万ドルであった。

4) 指定投資物件とは，大蔵省が命令で定める2000年金融サービス市場法の規制対象となる投資物件をいい，それには株式も当然含まれる。指定投資物件の具体的内容については日本証券経済研究所編［2002］の163頁を参照されたい。

5) FSAの文書では“investment banking”と“corporate finance”の概念が厳密に区別せずに用いられているようだが，本稿では「投資銀行」で統一する。ただし，図表3では原文に即して「企業金融」と訳した。

6) Arnold and Moizer［1984a］とPike et al.［1993］のサンプルは機関投資家のアナリスト（バイサイド・アナリスト）を含むが，Barker［1998］のサンプルは証券会社のアナリスト（セルサイド・アナリスト）のみである。

7) エージェンシー・コストに対するアナリストのモニタリング機能についてはJensen and Meckling［1976］が主張した。Doukas et al.［2000］はアメリカ企業を対象に同様の分析を行い，アナリストのモニタリング機能によりエージェンシー・コストが抑えられていることを見出した。

8) なお，Pike et al.［1993］はドイツのアナリストにも情報源についてアンケート調査を行なっており，ドイツでは1．アナリスト・ミーティング，2．会計報告書，3．企業への個別インタビューというランキングとなっている。企業への個別インタビューがアナリスト・ミーティングや会計報告書よりもランクが低い理由として，Arnold and Moizer［1984a］による解釈（個別インタビューに対する過小評価）も一部妥当しようが，Pike et al.は，ドイツはユニバーサル・バンキング・システムを採用しているため，企業の情報に通じた銀行部門の同僚から情報を得ることができ，したがって企業への個別インタビューから情報を得る必要性が小さいためであろうと述べている。このことは，ドイツにおいて銀行と企業との関係がイギリスよりかなり密接であることを含意していようが，今後EUにおいてインサイダー規制が強化されれば，ドイツでも企業へのインタビューがより重視されるようになるであろう。

9) Dimson and Marsh［1984］はバイサイドとセルサイドのアナリストによる株式収益率（CAPMから求めた異常リターン）の予想能力を検証し，バイサイド・アナリストはセルサイド・アナリストに比べて予想能力が劣ること，さらに前者の予想は後者の予想に依存していることを見出した。

10) 先行研究によっては，検定結果の有意性をp値で表わしているものもあるため，本稿では「○%水準で有意」という表現を使わず，先行研究での解釈に従って単に「有意」とだけ述べる。

11) B&M［1984］が比較したモデルは，$F_{i,t}=(A_{i,t-1}/A_{i,t-2})*A_{i,t-1}$（前期の利益増減率が今期も続くと仮定），$F_{i,t}=(A_{i,t-1}-A_{i,t-2})+A_{i,t-1}$（前期の利益増減額が今期も続くと仮定），$F_{i,t}=A_{i,t-1}$（前期実績が今期も続くと仮定）の3モデルであり，Patz［1989］はこれらに$F_{i,t}=(A_{i,t-1}+A_{i,t-2})/2$（利益実績の2期移動平均）を加えた4モデルを比較した。

12) モデルによる2年予想の方法についてはPatz［1989］もCapstaff et al.［1995］も明示していないが，両者とも予想モデルとしてランダムウォーク・モデルを用いていることから，$F_{i,t}=A_{i,t-2}$または$F_{i,t}=(1+\pi_{t-2})*A_{i,t-2}$と予想したと推測される。

13) O&W［1991］は説明変数と被説明変数に絶対値を付している。

14) (1)式で常に$F_{i,t}=A_{i,t-1}$（ランダムウォーク・モデル）と予想したと仮定しよう。仮にαの推定値が有意に負であれば，$F_{i,t}=A_{i,t-1}$という予想はサンプル期間の平均で見れば実績$A_{i,t}$より大きい，すなわち楽観的バイアスがかかっていることを意味する。

15) 通常，企業による収益の発表は決算月から数ヵ月後になるため，決算月でもまだアナリストは利益予想を発表することができる。

16) Hassain［2002］も1995－97年のデータを用いて同様の分析を行い，減益企業に対する予想精度が劣ることを示した。その要因として，企業との良好な関係を維持するためにアナリストが減益予想を忌避する，収益状況が悪化している時期には企業がその情報を開示しようとしないことを挙げているが，さらにその背景には95－97年の市場環境が良好であったことも大きく影響していると考えられる。

17) Walmsley et al.［1992］はイギリスのデータを用いて，アナリスト・ミーティングと株価の反応との関係を分析した。その結果，ミーティング開催日以前に企業による収益発表があったか否かにかかわらず，ミーティングの開催は株価に影響を与えること，さらに，その影響は開催日よりその翌日に最も強く現れることを見出した。

18) Hussain［1996］のサンプル期間は1987－89年であり，この結果は1987－88年を対象に予想のバイアスを分析したO&W［1991］の結論（悲観的バイアス）と矛盾する。この矛盾の原因として，①Hussainのサンプルは単一業者からのデータのみであるのに対して，O&Wは複数の業者のサンプルを用いて分析している，②Hussainは市場が良好であった89年も分析期間に含めているが，O&Wは含んでいないといったことが考えられる。

19) FSA［2002］がアナリストの推奨分布に関して調査

した結果，取引関係にない企業では買推奨／売推奨の比率が45%／18%であるのに対して，取引関係がある企業の場合には80%／2%と買推奨の比率が圧倒的であり，Hussain［1996］の結果と整合する。また，Forbes and Skerratt［1992］は，Hussainと同様に単独大手ブローカーのアナリスト予想を用いて，ブローカー取引と株価反応との関係を分析した。その結果，アナリストの予想ないし予想修正に対する株価の反応は，ブローカー取引のない企業に比べて取引のある企業のほうが小さかった。この要因として，Forbes and Skerrattは，取引関係にある企業の利益予想ないし予想修正は当該企業の主観を反映した偏ったものと市場で受け取られるためと述べている。

20）(2)式で，常に$PF_{i,t}=A_{i,t}$と予想していたとしよう。仮にaの推定値が有意に負であれば，(2)式の左辺は（サンプル期間の平均で見て）$F_{i,t}-PF_{i,t}<0$を意味し，すなわち$PF_{i,t}$に楽観的バイアスがかかっていたことを示す。

21）選択バイアスは，「予想」に対するバイアスというより「企業選択」に対するバイアスと考えられる。

参考文献

佐賀卓雄［2003］，「エンロン破綻の衝撃(5)－問われるゲートキーパーの役割（その2）」，『証券レビュー』第43巻第1号，日本証券経済研究所，1月，79-89頁。

須藤時仁［2003a］，［イギリスにおけるアナリスト規制のあり方（その1）］，『証券レビュー』第43巻第2号，日本証券経済研究所，2月，50-66頁。

――――［2003b］，［イギリスにおけるアナリスト規制のあり方（その2・完）］，『証券レビュー』第43巻第3号，日本証券経済研究所，3月，57-75頁。

日本証券経済研究所編［2002］，『図説イギリスの証券市場2002年版』，日本証券経済研究所。

Arnold, J. and P. Moizer［1984a］, "A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares," *Accounting and Business Research,* Vol. 14, pp. 195-207.

――――［1984b］, "Share Appraisal by Investment Analysts－Portfolio vs. Non-Portfolio Managers," *Accounting and Business Research,* Vol. 14, pp. 341-348.

Barker, R.G.［1998］, "The market for information－evidence from finance directors, analysts and fund managers," *Accounting and Business Research,* Vol. 29, pp. 3-20.

Bhaskar, K.N. and R.C. Morris［1984］, "The Accuracy of Brokers' Profit Forecasts in the UK," *Accounting and Business Research,* Vol. 14, pp. 113-124.

Brown, P., G. Foster and E. Noreen［1985］, "Security Analyst Multi-Year Earnings Forecasts and the Capital Market," *Studies in Accounting Research #21,* AAA, 1985.

Capstaff, J., K. Paudyal and W. Rees［1995］, "The Accuracy and Rationality of Earnings Forecasts by UK Analysts," *Journal of Business Finance and Accounting,* Vol. 22, pp. 67-85.

――――［1998］, "Earnings Forecasting and the Earnings to Price Relationship," *Department of Accounting & Finance Working Paper Series,* 98/2, University of Glasgow.

――――［1999］, "The relative forecast accuracy of UK brokers," *Accounting and Business Research,* Vol. 30, pp. 3-16.

Das, S., C.B. Levine and K. Sivaramakrishnan［1998］, "Earnings predictability and bias in analysts' earnings forecasts," *Accounting Review,* Vol. 73, pp. 277-294.

Dimson, E. and P. Marsh［1984］, "An Analysis of Brokers' and Analysts' Unpublished Forecasts of UK Stock Returns," *Journal of Finance,* Vol. 39, pp. 1257-1292.

Doukas, J.A., C. Kim and C. Pantzalis［2000］, "Security Analysis, Agency Costs and Firm Characteristics," *Financial Analysts Journal,* Vol. 56, No. 6, pp. 54-63.

――――, P.J. McKnight and C. Pantzalis［2001］, "Security Analysis, Agency Costs and UK

Firm Characteristics," (http://papers. ssrn. com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID270420_ code010519500.pdf?abstractid=270420) *Working Paper Series,* Cardiff University Business School.

Dugar, A. and S. Nathan [1995], "The effect of investment banking relationships on financial analysts' earnings forecasts and investment recommendations," *Contemporary Accounting Research,* Vol. 12, pp. 131-160.

Francis, J. and D. Philbrick [1993], "Analysts' decisions as products of multi-task environment," *Journal of Accounting Research,* Vol. 31. pp. 216-230.

Financial Service Authority (FSA) [2002] "Investment research: Conflicts & other issues," *FSA Discussion Paper,* No. 15.

——— [2003] "Conflicts of Interest: Investment Research and Issues of Securities," *Consultation Paper,* No. 171.

Forbes, W.P. and L.C.L. Skerratt [1992], "Analysts' Forecast Revisions and Stock Price Movements," *Journal of Business Finance and Accounting,* Vol. 19, pp. 555-569.

Hussain, S. [1996], "Over-reaction by Security Market Analysts: the Impact of Brokers Status and Firm Size," *Journal of Business Finance and Accounting,* Vol. 23, pp. 1223-1244.

——— [2000], "Simultaneous determination of UK analyst following and institutional ownership," *Accounting and Business Research,* Vol. 30, pp. 111-124.

——— [2002], "UK brokers' characteristics: does size matter?" *Accounting and Business Research,* Vol. 32, pp. 153-170.

Jensen, M.C. and W.H. Meckling [1976], "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics,* Vol. 3, pp. 305-360.

Kahneman, D. and A. Tversky [1979], "Prospect theory: an analysis of decision under risk," *Econometrica,* Vol. 47, pp. 263-291.

Marston, C. [1997], "Firm Characteristics and Analyst Following in the UK," *British Accounting Review,* Vol. 29, pp. 335-347.

McNichols, M. and P.C. O'Brien [1997], "Self-selection and analyst coverage," *Journal of Accounting Research,* Vol. 10, pp. 53-83.

O'Hanlon, J. and R. Whiddett [1991], "Do UK Security Analysts Over-react?" *Accounting and Business Research,* Vol. 22, pp. 63-74.

Patz, D.H. [1989], "UK Analysts' Earnings Forecasts," *Accounting and Business Research,* Vol. 19, pp. 267-275.

Pike, R., J. Meerjanssen and L. Chadwick [1993], "The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the UK and Germany," *Accounting and Business Research,* Vol. 23, pp. 489-499.

Wwlmsley, T., P.K. Yadav and W.P. Rees [1992], "The Information Content of the Company Meeting Programme of the Society of Investment Analysts: 1985-1990," *Journal of Business Finance and Accounting,* Vol. 19, pp. 571-584.

(当研究所主任研究員)