書評

『証券アナリストの市場機能―株価形成と企業ガバナンスへの影響』

加藤政仁 著

（A5 判、212 頁、中央経済社）

[評者]三輪宏太郎

（九州大学）

証券アナリスト研究には 40 年以上の蓄積があり、その研究は大きく、企業と投資家の間に立つ情報仲介者としての役割を検証する研究と、プロの市場参加者としての予測行動や意思決定を分析する研究に分けられる。本書は前者、すなわち証券アナリストが資本市場で果たす情報仲介機能に焦点を当てた著作である。

これまで証券アナリスト研究は米国を中心に発展し、近年では中国を対象とする研究も増えている一方、日本市場を対象とした体系的研究はなお少ない。しかし、アナリストの役割は、各国の開示制度や規制、証券会社の慣行、企業と投資家の関係によって大きく異なる。そのため、日本市場の分析は、米国や中国の研究を補完し、国際比較の観点からも重要である。

第 1 章では、アナリストレポートの記述統計から、日本市場におけるアナリスト活動の全体像が示される。第 2 章では、アナリストレポートの情報価値が検証されている。重要なのは、「買い」「中立」「売り」といったレーティングの水準そのものよりも、その変更が株価に大きな影響を与えること、さらにトップアナリストや有力証券会社のレーティング変更ほど株価反応が大きいことである。

第 3 章以降では、アナリストの情報仲介機能が多面的に検証される。第 3 章は、日本証券業協会による自主規制の導入効果を分析し、規制後にレーティング変更に対する株価反応が大きくなったことを示している。これは規制によってアナリスト情報の信頼性や価値が高まった可能性を示唆する。

第 4 章は、企業と投資家の間の情報の非対称性を緩和する役割に注目し、アナリストカバレッジが公募増資発表時の株価反応に与える影響を検証している。分析の結果、カバレッジが厚い企業ほど、公募増資発表時の株価下落が小さい。公募増資時の株価下落は情報の非対称性によって強まると考えられるため、この結果は、アナリストが企業の不透明性の低下に貢献していることを示唆する。

第 5 章では、アナリストが企業の資金調達コストに及ぼす影響が検証されている。分析からは、アナリストカバレッジがアンダープライシング幅や引受手数料率を低下させ、株式による資金調達コストの削減に寄与していることが示される。これは、アナリストが投資家の意思決定を助けるだけでなく、企業側にも経済的便益をもたらしていることを意味する。

第 6 章と第 7 章は、アナリストの監視機能に焦点を当てる。カバレッジが多い企業ほど、

不祥事の発生または発覚が抑制され、経営者予想の楽観性が低下し、その正確性が高まるという。アナリストは企業情報を単に伝達するだけでなく、経営者の説明や予想を継続的に評価することで企業行動を規律づけ、コーポレートガバナンスの向上にも貢献しているのである。

本書の最大の貢献は、アナリストレポートの情報価値、情報の非対称性の緩和、資金調達コストの低下、経営者への監視という多様な機能を、実証分析で明らかにした点にある。とりわけ、各章の結果を、情報価値の形成、情報の非対称性の緩和、資金調達条件の改善、経営者規律へと連なる枠組みで示した点は重要である。各機能を断片的に検証するのではなく、アナリストが投資家、企業、市場全体に及ぼす効果を体系的に描いている。また、制度や慣行が米国と異なる日本市場の証拠により、既存研究の一般化可能性を問い直し、国際比較研究の基盤を提供した点にも意義がある。

内容は学術的であるが、その示唆は研究者に限られない。証券アナリストは高い専門性と報酬で知られる一方、その業務内容や社会的貢献は理解されてこなかった。本書は、アナリストが単なる株価予測者や銘柄推奨者ではなく、資本市場の情報環境を支える存在であることを示しており、実務家や規制当局に有益である。

本書をまとめた著者は、本分野のトップランナーの一人である。だからこそ、今後に期待したい点もコメントしたい。第一に、本書前半部ではレーティング変更に重点が置かれているが、レーティングはアナリストの見解を少数のカテゴリーに集約した比較的粗い情報で、変更頻度も低い。すでに最上位の買い推奨を付与している場合、それ以上に評価が改善してもレーティングには反映されない。これに対し、利益予想や目標株価は細かな調整が可能で、修正頻度も高い。特にレーティング変更と目標株価変更は密接に関連するため、目標株価を含む分析が加われば、情報生産機能を包括的に捉えられたであろう。

第二に、本書後半、特に第 6 章と第 7 章では、内生性に関する明示的な議論が望まれる。第 6 章では、アナリストカバレッジの増加が企業不祥事を抑制することが示されている。しかし、ガバナンスの質が向上（低下）した企業ほどアナリストカバレッジが増え（減り）、同時に将来の不祥事が生じにくく（易く）なる可能性がある。この場合、両者の関係は見せかけの相関にすぎず、因果関係を意味しない。厳密な対処が困難であるとしても、この様な代替的説明や因果解釈上の留意点に言及があれば、議論はさらに深まったであろう。

近年では、レーティングや業績予想などの定量情報だけでなく、アナリストレポート本文のテキスト分析も急速に進展している。人工知能、とりわけ大規模言語モデルの発展により、文章のトーンや可読性にとどまらず、アナリストが何を論じ、どのような根拠で評価を変更したのかまで踏み込んだ分析も可能になりつつある。今後の関連著作では、こうした新たな研究潮流が取り扱われることも期待したい。

本書は、日本の証券アナリストが、企業と投資家を結ぶ情報仲介者としてだけでなく、企業の資金調達を支え、経営者を規律づけ、資本市場の健全性を高める存在であることを明らかにした重要な著作である。本書を契機として、日本の制度的特徴を生かした証券アナリスト研究がさらに発展し、その成果が国際的な研究にも広がっていくことを期待したい。