

独立系 IR コンサルティング会社として数多くの企業のサポートをしているフィナンテックより、企業において IR 活動を行う皆様や証券業界関係者の皆様に対して、常に最新の情報をご提供してまいります。

## 1. フィナンテックからのお知らせ

香港証券取引所への上場セミナーは4月27日に無事終了致しました。ご参加、ご協力いただいた皆様には御礼申し上げます。香港関連のサービスは今後とも強化して参ります。何かお問い合わせ等ございましたら、ご連絡ください。

## 2. コラム「アナリストレポート～米国から」

“C F A Magazine 2009 March-April” に掲載のレポート” Settling down” (Lori Pizzani) では、米国のアナリストレポートについて触れています。米国では 2000 年代初頭に、顧客企業のレーティングを高くしたい投資銀行部門の意向を受けたアナリストによる、不誠実なアナリストレポートが大きな問題となりました。それを受けて 2003 年に大手証券会社 10 社と、SEC や取引所等の団体との間でグローバル・リサーチ・アナリスト協定が成立しました。この協定の主たる中身は、顧客に客観的なレポートを提供するために、この 10 社が資金を拠出して基金を設立し、ここから独立系調査会社に依頼してレポートを作成してもらう。10 社のアナリストによるレポートを提供する際は必ず、独立系のレポートもセットで顧客に提供するというものでした。しかしこの取り決めがこの 4 月末で期限切れとなるそうです。

このグローバル・リサーチ・アナリスト協定については、2003 年に協定に関する関係者から出たリリースと、これを解説したレポートの翻訳を行いネットで紹介しました。長くなりますが、以下にそのまま記載させていただきます。

### 【以下 2003 年当時のレポート】

**グローバル協定（SEC、ニューヨーク州法務長官、北米証券管理協会、全米証券業協会、ニューヨーク証券取引所と大手証券 10 社の合意）について**

#### 協定の内容

1. 罰金の支払いと不正に獲得した利益の返還。
2. リサーチ部門と投資銀行部門の分離。
  - (ア) 物理的な隔離
  - (イ) 収益・経費など会計上の隔離
  - (ウ) アナリストの報酬を投資銀行ビジネスに関連付けない
  - (エ) アナリストは投資銀行ビジネスの売り込みに参加しない
  - (オ) 両部門のファイアウォールを強化する
3. 今後 5 年間、独立系調査会社 3 社以上と契約しレポートの提供を受け、それを投資家に無償で提供する。資金は各社が負担する。
4. 自社アナリストが作成した過去の企業格付け・目標株価を公表する。
5. 投資家教育活動を行うファンドを立ち上げるための資金を拠出する。
6. さらに 10 社の自主ルールとして、IPO の公募株式を特定企業の経営者に優先的に配分することを自粛する。

各社の支払い内容

| 会社          | 罰金    | 不正利益の返還 | 独立リサーチ提供のための資金 | 投資家教育ファンドへの拠出金 | 合計      |
|-------------|-------|---------|----------------|----------------|---------|
| ベアスターンズ     | 25    | 25      | 25             | 5              | 80      |
| C S F B     | 75    | 75      | 50             | 0              | 200     |
| ゴールドマンサックス  | 25    | 25      | 50             | 10             | 110     |
| J P モルガン    | 25    | 25      | 25             | 5              | 80      |
| リーマンブラザーズ   | 25    | 25      | 25             | 5              | 80      |
| メリルリンチ      | 100   | 0       | 75             | 25             | 200     |
| モルガンスタンレー   | 25    | 25      | 75             | 0              | 125     |
| パイパージェフリー   | 12.5  | 12.5    | 7.5            | 0              | 32.5    |
| ソロモンスミスバーニー | 150   | 150     | 75             | 25             | 400     |
| U B S       | 25    | 25      | 25             | 5              | 80      |
| 合計          | 487.5 | 387.5   | 432.5          | 80             | 1,387.5 |

(単位：百万ドル)

米国 I R レポート(2003年7月1日)

アナリストレポートの行方 “The October Revolution on Wall Street”

Crocker Coulson, Roger Ellis, Christine Lumpkins, Coffin Communication Group

(訳・編集 フィナンテック 深井浩史 [fukai@finantec-net.com](mailto:fukai@finantec-net.com))

サマリー

過去数年の間で、テクノロジー企業株の暴落、企業の取締役会の不正行為が広く報道・批判されたこと、有力証券会社のアナリストレポートが投資銀行ビジネスの顧客との関係に配慮した内容に捻じ曲げられていたことが判明、など投資家のアナリストのレポートに対する信頼感を大きく損なうような出来事が続いた。そうした一連の事態を受けてアナリストの調査に関する様々な、非常に大きな規制が設けられた。

サーベンス・オクスレー法（企業改革法）や SEC、全米証券業協会などによる一連の規制においては、投資家の利益よりも投資銀行業務の利益を優先するようなアナリストの研究活動を排除することが1つの重要な目的となっている。

2002年10月24日に、SEC のステファン・カトラーとニューヨーク州法務長官エリオット・スピッツァーは、セルサイドアナリストの調査プロセスを見直し、投資銀行部門と調査部門の協業から発生する利害の対立を排除し、信頼するに足る調査レポートを個人投資家が容易に入手できるような環境を整備するために協力することを表明した。

こうした流れを受けて2003年4月23日に、有力証券会社10社と規制を定める側の機関・団体（SEC・全米証券業協会・NYSE・ニューヨーク州及び他州の法務長官）の間で The Global Settlement(以下：グローバル協定)が締結された。この協定には証券会社10社が、総額14億ドルにも及ぶ資金負担をすること、さらにアナリストの調査活動に関する重要なルールの変更に関する合意が含まれている。

この協定を受けて証券会社の投資銀行部門と調査部門の活動は厳格に分離される。さらに独立系の調査会社によるレポートが投資家に数多く供給されるようになる。この結果アナリストレポートへの信頼性は次第に高まっていくと期待される。

一方でアナリストの報酬が株式売買部門の手数料から賄われるような仕組みに変わること、調査対象となる企業は証券会社に多額の株式売買仲介手数料をもたらすような大型株に絞られていく傾向が強まると懸念される。中小型企业の経営者・I R 担当者は自

社がアナリストの調査対象となるためには、これまで以上に戦略的なIR活動の実践が必要になることを認識する必要がある。

#### グローバル協定の主な内容

- ・ 証券会社は証券アナリストと投資銀行部門スタッフの統率ルートを分ける
- ・ アナリストの報酬はアナリストの調査のクオリティと正確性により決まるようにする
- ・ アナリストによる投資銀行ビジネスの勧誘を禁止する
- ・ 投資銀行部門主催の投資家向ロードショーへのアナリストの参加を禁止する
- ・ アナリストは公開プロセスの初期段階において、企業の将来性を判断する役目は引き続き務めるが、投資銀行部門の業務を売り込むあるいはサポートする役回りは務めないように、アナリストの投資銀行部門への接触を制限する
- ・ 投資銀行部門が自分たちのビジネスのためにアナリストレポートの内容に影響を与えないように、会社としての方針・業務ルールを定める

さらに複数の任意団体(AIMR や NIRI など)も独自に株式調査に関するガイドラインを提唱している。バイサイドの調査アナリスト、発行体である事業会社の IR 担当役員、関連する専門家の行動規範を定めた改革案を示している。

#### ウォールストリートのリエンジニアリング

こうした動きはアナリストの役割を再定義するものである。さらに言えばウォールストリートにおいて過去 10 年以上の間に広く定着していたビジネスモデルを再構築することを狙うものである。グローバル協定を受けて、セルサイドアナリストは投資銀行部門のメカニズムからは隔離されることになる。セルサイドアナリストは、証券会社において収益を生まない高コストの部門という非難を、投資銀行ビジネスに関与することで回避してきた。こうした慣習は意図的であるかどうかには拘わらず、調査を行いそこから得られる重要情報を投資家に提供していく一般的な形であった。

協定を受けて、ウォールストリートおよび企業の中に次のような動きが見られるようになっている。

- ・ 大手証券会社で働くセルサイドアナリストの数は大きく減少した結果、多くのスモールキャップ・ミッドキャップ企業は、ほとんどアナリストの調査対象とならないウォールストリートの“みなし児”となった。
- ・ 質の高い、バイアスのない調査を求める声に応じて、独立系調査会社やブティック型証券会社所属のアナリストの数が増えた。
- ・ 投資銀行ビジネスでの引受証券に任命することは、もはやその証券会社のアナリストのカバー対象となることを意味しなくなった。
- ・ 信用を回復し、新たな格付けシステムに基づいて行動していくにあたり、多くのセルサイドアナリストは、市場平均を下回るパフォーマンスの株式については、格下げ・売り推奨を出すようになっている。
- ・ こうした環境に対して反発する発行体事業会社は、自社の成長性に懐疑的なアナリストとは交流を持たないという反応を示している。
- ・ 多くのスモールキャップ企業は、自社株式への関心を高めるために、対価を支払ってアナリストにカバーしてもらうことを始めている。

効率的に機能している株式市場においては、セルサイドアナリストが重要な役割を果たしていることは間違いの無いところである。アナリストのカバーがない株式は、よくカバーされている株式に比較して、流動性が低く、ボラティリティが大きく、高い資本コストを負担し、資本市場へのアクセスが弱いということになる。しかし質の高いアナリストレポートを支えていたビジネスモデルは崩壊した。ウォールストリートが投資家に対する自らの信用を立て直そうとしている間、企業は今まで以上にIR活動に資源を投入して真剣に取り組まねばならないだろう。このレポートでは、株式リサーチのこれからの姿と企業が自社に対する投資家の関心を

引くために行っていくべきことを論ずる。

### チャイニーズウォールを崩す

数年前までは、証券会社に所属するアナリストのカバーを得るのは比較的簡単であった。そのプロセスは、第一に企業側が、証券会社が投資銀行ビジネスの手数料を稼げるようなエクイティがらみの取引（IPO・公募増資・M&A）を検討することから始まる。企業幹部は証券会社の投資銀行チームおよび、機関投資家からの評価などにより業界でトップクラスと認められているアナリストとミーティングを行なう。さらに経営陣は面談した証券会社の中から、自社の売り込みに最も熱心な証券会社を選び引受会社に任命する。そしてエクイティ業務終了後1ヶ月ほど経過すると、ほぼ間違いなく引受証券から「買」推奨レポートが発行された。

グローバル協定の後、リサーチを投資銀行業務に結びつけることは、証券会社にとっても懲罰・罰金・顧客から訴訟・メディアによる批判などのリスクを犯すことになる。株式売買主体の証券会社は、機関投資家顧客に株式を購入してもらうために調査を行うが、アナリストが投資銀行部門の強気な見方に同意しない場合には、中立もしくは売り推奨が以前よりも多く出るようになる予想される。またアナリストの給与は、機関投資家と個人投資家の株式売買に伴う仲介手数料の中から確保されるようになったが、こうした収益は投資銀行業務の収益に比べて非常に少ないので、大手証券会社に働くアナリストの数は今後減少していくと見込まれる。

さらに大手証券会社のレポートは出来高の多い大型株に関するものばかりになると懸念される。売買手数料の減少とリサーチに掛かる手間を考慮して、アナリストは自社の株式売買仲介手数料の増加に貢献しないような銘柄はカバーしなくなる。アナリストは特定の業種、少数の企業に絞った詳細なレポートを書き、機関投資家と自社の顧客である個人投資家に配布する。たとえ大手証券会社のアナリスト数が現状の水準（3000人のアナリストと2000人のアシスタント）に維持されるとしても、扱われる対象は大型株に絞られるであろう。

グローバル協定に加えて、アナリストはSECと全米証券業協会によるより詳細な規制により縛られる。2003年4月に制定されたレギュレーションACは、レポートにおいて表明された意見はアナリスト自身の見方を反映したものであることを宣誓し、特定の銘柄推奨や意見表明により得られる本業以外の収入は公開することをアナリストに課した。またアナリストがメディア・セミナーなどに登場するにあたっては雇用主の許可が必要となった。

全米証券業協会の一連の改革はアナリストとレポートに対する規制を強めることで、レポートの客観性を高め、投資家が投資判断をする際に信頼できる材料を提供することを狙っている。新しいルールはアナリストの活動に関して以下のような点を含んでいる。

- ・ アナリストの収入は投資銀行ビジネスと独立したものであること
- ・ レポートの内容の承認を受けるためにそれを調査対象企業に提出することを禁じる
- ・ 株式公募の規制期間中に当該企業のレポートを公表すること、アナリストがメディア等に出席しコメントすることを禁じる
- ・ 投資銀行業務の交渉が行われている期間中にもレポートを公表することを禁じる
- ・ アナリストに登録、資格試験および継続的な学習プログラムを課す

こうした新しい規制は今日のアナリストが、ハイテクバブル期の著名アナリストであるジャック・クラブマンと彼を模倣した多くのアナリストのように、特定企業の応援団のような役割を演じることがないように働きかける内容となっている。実際セルサイドアナリストの多くは、機関投資家など既存の顧客に対して、自らが信頼できるレポートの供給者であるという信用を再構築することに必死になっている。

グローバル協定締結と同時に、AIMRやNIRIは企業のアナリストに対する圧力を減らす目的で、アナリスト、発行体事業者、IR担当役員、コンサルタントに対するガイドラインを制定した。このガイドラインは企業が好ましいアナリスト評価を得るために行っている問題行為を示している。例えばネガティブな評価をしているアナリストとはコミュニケーションをとらない、そうしたア

ナリストにより主催されるアナリストミーティング、証券会社主催のIRカンファレンスに出席しないなどの例がある。こうしたガイドラインには法的効力はないが、これに反する企業は金融メディアに名指しで批判されるようなリスクはある。

### 独立系アナリストの存在感の高まり

グローバル協定により、大手証券会社に対して、独立系アナリストレポートの作成と個人投資家への無料提供を促進するためのファンドを創設することが義務付けられた。協定によれば、5年間にわたって4億5千万ドルがこのファンドへ拠出される。協定に参加した各証券会社は、最低3社の独立した第三者調査機関と契約し、それらの会社で作成したアナリストレポートを顧客に提供していく義務を負う。これにより新たに独立系アナリストがウォールストリートの花形アナリストの穴を埋めると期待される。

しかしこのスキームには二つの重大な欠陥がある。まず有力な独立系アナリストはレポートを機関投資家に提供することで収入を得ている。証券会社を通じてレポートが広く一般に閲覧されることは、レポートにある独自の考察の価値を薄め、自らのビジネスモデルを破壊する。二点目はこのファンドの資金の大半は、すでに十分なアナリストカバーのある、流動性のある大型株のレポートに向かうと思われることである。情報の流れが非効率である中小型株はこのファンドのスキームからメリットを得られないであろう。

当然、このファンドの創設は独立系調査会社をこの資金の受け手となるべく必死に活動させるであろう。最も有力な独立系の調査会社（Best Independent Research 以下BIR）は以下の6社である（Callard Asset Management, Channel Trend, Columbine Capital Service, Ford Equity Research, Global Capital Institute, Market Profile Theorems）。BIRに共通する特徴は投資銀行業務からは完全に独立しており、500社以上を調査対象としている。しかし彼らはコンピューターを利用したクオンツ調査を中心としており、経営者とのインタビュー等は重視していない。こうした定量分析は企業の戦略、競争優位性、市場の将来性などについて意味のある洞察は提供しない。

インベスターサイド・リサーチ・協会（ISA）は独立系調査機関の定義として、レポートをセルサイドには提供せず、機関投資家・ヘッジファンド・個人投資家へ提供することで収入を得ていること、としている。ISAは自らが認定する独立系調査会社を公表しているが、このリストを作成するにあたり、機関投資家と個人投資家による承認を条件としようと考えている。

### 誰が独立系会社として適当か

広義の独立系調査会社は、投資銀行業務に関与せず、調査対象の事業会社から収入を得ていないことである。この定義に当てはまる、機関投資家や個人投資家にレポートを直接提供することで収入を得ている会社が1400社以上ある。自社で株式売買を行っている会社、投資顧問会社をグループに持つ会社、セルサイドにレポートを提供する会社もこれに含まれ、こうした会社を独立系と区分すべきかどうかは難しい。これらの会社は500銘柄以上を調査するが、レポート作成に至るのは30~140銘柄程度であり、特定のニッチ銘柄に焦点を絞っている。こうした会社を排除し、さらに購読者に対するニュースレターの一部としてレポートを掲載するだけの金融メディア会社、AIMRの定める条件を満たさないアナリストを排除した独立系調査会社は60社以下になる。

この中で定期的に小型株をカバーし、その予想をファーストコール（日本で言えばクイックのようにアナリストの予想コンセンサス情報を集計している会社）に提出している会社は10社程度しかない。独立系アナリストの増加という傾向は見られるが、大手証券会社の調査対象の絞込みを埋めるには十分な数ではない。

### ブティック型と地域密着型証券会社の役割

中位レベル、地域限定、ブティック型の証券会社のアナリストは、地域の企業・ニッチ企業のレポートを提供する上で引き続き重要な役割を占める。これらの会社は連邦レベルでの規制の影響はそれほど受けていないが、過去3年間のベアマーケットにおける株式売買高の減少、エクイティファイナンスの減少による影響は彼らにとっても深刻な問題であった。2000年以降の一連の合併・買収は地域型・ブティック型の証券会社の数を25%程度減少させ2003年には全米で約700社となった。しかし同じ時期にこれらの会社で働いているアナリスト・助手の数は17%増えて7000人になった。ウォールストリートでレイオフされたアナリストがこうした会社に吸収された形になっている。



小さな地域型・ブティック型証券会社は、自らが手掛ける投資銀行業務と調査業務を、大型証券会社に無視されているような特定の産業分野・小型の成長銘柄・特定地域に絞り込んで競争している。レポートを直接機関投資家・ヘッジファンドに提供し売買仲介手数料を得ることで、こうした会社は質の高い、信頼できるレポートの提供者としての役割を果たし続けている。これらの会社はグローバル協定による大きな影響は受けていないが、彼らもSECと全米証券業協会の規制に沿うように、業務を投資銀行業務と調査業務の分離というモデルに改めている途中である。彼らは第三者調査機関として、協定に参加した大手証券へのレポート供給者として活動していくことも検討している。

### バイサイドが必要としているものは何か

調査手法をいかに改善するかという議論の中で、バイサイドプロフェッショナルのニーズはあまり考慮されていない。規制の前提として、株式調査費用の大半を実質的に供出している機関投資家は、非常にスマートであり特別な保護策は必要ないとみなされているようである。

グリーンウィッチ・アソシエイツ社による最近の調査によれば、機関投資家は予算制約により様々な経費削減策を強いられており、株式調査・売買のために利用するサービスに対するの優先順位を見直しつつある。株式取引には電子売買を利用し、インハウスアナリストの数を増やし、調査と取引業務についてはコスト-利益レシオをより重視するようになっている。インスティテューショナルマガジン誌によれば、アナリストを評価し、売買手数料を振り分けるためのアナリスト調査システムの基準を厳しくしている。バイサイドアナリストは多様な銘柄選別とポートフォリオマネジメント手法を利用している（セルサイドアナリストレポート、トップダウン産業分析、クオッツ、スクリーニング、相対的評価、ボトムアップ、ハンズオン、経営者との対話など）が、ウォールストリートの証券会社は経費削減のためリサーチスタッフの数を削減せざるを得ず、投資家への情報提供機能は低下している。その結果ブティック型・地域限定証券会社や独立系調査会社が存在感を高めている。

最近のダートマス大学による調査およびグリーンウィッチ・アソシエイツ社による機関投資家対象の調査は、機関投資家と証券会社セルサイドアナリストおよび独立系調査会社の関係を示している。両者の調査ともに機関投資家が調査会社に対して重視する評価ポイントは以下のような点であるとしている。

- ・ 詳細なレポート
- ・ レポートの正確性
- ・ 格下げの公表
- ・ レポートの情報内容の更新
- ・ セルサイドアナリストとの有益なディスカッション
- ・ 事業会社経営者とのミーティングのアレンジ

調査はまた独立系調査会社の利用度が高まっていることも示している。ダートマス大学の調査では、独立系のレポートのほうが証券会社レポートより信頼できると回答した投資家は47%に留まるが、60%以上が独立系調査会社の利用は投資判断の質を高めるために有効であるとしている。

### 調査対象となるために

事業会社にとってはアナリストの調査対象となることは常に大きな課題である。しかしそれは次第に難しくなっている。IR担当者は企業のディスクロージャー関連規制の変更を熟知し、IR戦略、アナリストへのアプローチ、投資家への訴求方法を随時見直していく必要がある。会社の戦略を理解してもらい、市場でフェアバリューを実現するために、以下のような取り組みが必要である。

#### 1. 投資家とダイレクトなコミュニケーション方法を確立する

かつては一握りの有力アナリストとのミーティングで効率的に情報を流通させることができた。彼らは時間をかけてレポートを書

き、コーポレートストーリーを数百の機関投資家に提供し、彼らの売買により株価が形成された。こうしたやり方はウォールストリートに所属するアナリストの信用の失墜、アナリスト数の減少、レギュレーションFDや企業改革法などによる規制により通用しなくなっている。企業は自ら株価を形成するような数十社から数百社の機関投資家と効率的にコミュニケーションをとる必要が出てきている。そして機関投資家も以前より企業からのアプローチを受け入れるようになってきている。2000年のグリーンウィッチ・アソシエイツ社の調査によれば、機関投資家の年間の企業とのミーティング数は前年の8回から11回に増えている。一方で企業は調査対象となる可能性は低いことは覚悟の上で、ウォールストリートのセルサイドアナリストとの関係も構築していくべきである。彼らと関係を築いておくことは所属する業界の見通しなどのレポートには含まれることにつながるし、業界に精通しているアナリストとの交流は意見交換、情報の入手方法として意義がある。

## 2. アナリストの調査対象となるため、中堅・地域型・ブティック方の証券会社の中からターゲットを定める

多くの小規模独立系証券会社のアナリストは自社を機関投資家に売り込むために差別化を図るため、知名度が低く、株価が割安に放置されているような企業を探すことに力を注ぐようになってきている。彼らの多くはニッチ産業に焦点を絞っており、時価総額の小さな企業についても取り上げる可能性がかなりある。彼らはまた、再生関連や複雑な事業再編などのストーリーを好むようなアナリストも採用している。こうした証券会社は大規模なリテール向けの営業部隊は持たないが、特定の産業を投資対象としている機関投資家、スモールキャップを投資対象としている投資家、特定の投資スタイルを持っている投資家に情報を提供する関係を築いている。こうした証券会社をターゲットとする際には、一連の改革が導入された現在の状況においても投資銀行業務の引受会社としての指名が、彼らの調査対象に加えらるには重要なポイントであると考えられる。700社以上の中堅・地域型・ブティック型の証券会社が存在しており、時価総額が10億ドル以下の企業がアナリストにカバーされるにはこうした証券会社への接触が非常に有望である。こうした証券会社ではアナリストの転職が頻繁であり、また彼らの対応は大手に比べて柔軟であるので、ターゲットとする証券会社の現在のアナリスト構成、調査の手法、注力している産業、投資対象の評価手法を把握しておくことが重要である。

## 3. 独立系調査会社の中からターゲットを定める

中小型の株式調査に関しては独立系調査会社の存在感が高まってきている。彼らの売買推奨は投資銀行業務には影響されていないので、彼らの信用は機関投資家の間でも高い。450億ドルのファンド創設はより多くの調査会社の参入を促すであろうが、実際にはこの資金による調査の多くは既に調査対象となっているような大型株に向かう。企業側は中小型株に注力している調査会社を選別していく必要がある。独立系調査会社というのは新興の存在であり、そこに雇用される人の変動も激しい。また調査の質についての評価もまちまちで、調査手法も確立されていない面がある。企業はそうした調査会社から、企業あるいは業界について深く調査し、機関投資家から認知されており、ファーストコールにも四半期ごとに調査対象企業の予想利益を報告している会社を選ぶべきである。有料のレポート作成依頼は最後の手段と考えるべきである。なぜならそうした調査の投資判断は機関投資家から無視される可能性が高く、さらに経営者としての信用・判断力を疑われる可能性もある。

## 4. 自ら自社のアナリストとなる

ウォールストリートに質の高いアナリストが減っていく中で企業は、これまでアナリストがこなしていた分析的仕事を自らおこなう必要がある。財務データ、市場環境分析とそれに対応する事業戦略を分かりやすくまとめて示すことが必要である。事業戦略を含む企業説明資料やファクトブック、HPからエクセルにダウンロードできるような財務データファイルを整理して、忙しい機関投資家に提供することも有効であろう。これにより機関投資家が会社側の将来予想・仮説を検証することが簡単にできるような環境を提供するのである。

今回の改革により、企業の成長ストーリーを構築して投資家の期待感を高める役割は、かつてのように企業自身の手に戻ってきた。この役割を企業自身が務めることはIR活動により多くの投資が必要であり、IR担当者の養成、社外コンサルタントの活用、透明性のある企業文化の構築、投資家とのパートナーシップの構築などが必要となる。

## 結論

企業の不正経理は企業改革法の導入につながり、調査会社のレポートへの不信感の高まりは証券会社の改革を促した。一連の変革はセルサイドアナリストの業務プロセス見直し、投資銀行業務と調査の利害対立の解消、個人投資家へのレポートの提供などを目的に行われた。こうした流れは、アナリストの関心を引いて証券市場からの資金調達を容易にするためのアプローチを大きく変えている。独立系調査会社に大きなチャンスを与え、企業のIR担当者にはアナリストとの交流方法を再考させ、広く投資家に情報を提供するための戦略を練り直すことを求めている。

### 【以上、2003年のレポート】

6年前のレポートですが、いかがでしょうか。その後の日本の状況とも重なる部分も多々あるように感じます。一方で事情が異なる部分としては、米国に比較して調査機能を持つ中小ブティック型証券会社、独立系調査会社が圧倒的に少ない点があります。アナリストのカバーがないという点は、日本ではより深刻な課題です。

”Settling down” (Lori Pizzani) では、この5年間でアナリストレポートの質は向上したのか？投資銀行部門と調査部門を抱える証券会社の行動は改善されたのか？についての評価は別れるとしています。またこの5年間で多くの調査依頼が来て潤った独立系の調査会社ですが、今後この需要がなくなって経営が成り立つのか、という懸念も示しています。4月以降の動向を受けて、協定の評価や、これに代わる新たな取組も出てくるのかもしれませんが。

アナリストレポートに関しては、「Financial Analyst Journal (Vol165 Number2)」に「The End of “Soft Dollars” ?」, (John C. Bogle)」というレポートがあります。筆者のBogle氏は有力な運用会社バンガード・グループの創設者、元CEOです。

ソフトダラーとは、調査レポートなど運用会社の投資活動に有用なサービスを証券会社から受けて、それに対する直接の対価（ハードダラー、現金）を支払う代わりに、運用会社の株式の売買注文を、サービスの内容に応じて提供する証券会社に発注することです。証券会社による上場会社経営陣とバイサイドの面談のアレンジもソフトダラーの対象となるサービスかもしれません。この業界慣習に対して、運用会社は売買については顧客のために最良の執行に努めるべきところ、サービスの対価という名目で高い売買手数料を払いすぎていると著者は批判しています。このソフトダラーについては、証券アナリスト試験の倫理科目でも相当のウエイトを占める主要なテーマで、運用者は顧客の利益を最優先に取引を執行しなければならず、決して高すぎる手数料を払ってはいけない、という原則が何度も教科書に出てきます。しかし現実には徹底して実践することは難しいようです。運用会社と証券会社の関係では、運用会社が証券売買を証券会社に発注する関係以外に、運用会社は自社の投資信託商品を証券会社に売ってもらう、という立場が逆転する関係もあります。投資信託を売ってもらうために、最良の売買条件でない先に注文を出すようなケースもあるとレポートは批判しています。一方で、ソフトダラーの慣行を見直す取組も少しずつ進んでいるようです。中でも積極的なのがフィデリティ・インベストメンツで、同社は売買の手数料と調査サービスへの対価は全く分離し、調査サービスに対しては、それに見合う対価を現金で支払っているそうです。

近年、運用業界から上場会社に対して、コーポレートガバナンスに関する要求が強まっています。一方で、金融危機においては金融業界のコーポレートガバナンスの欠如、モラルハザードの存在を感じさせられました。金融機関の経営に関するような点から、ソフトダラーのように業界慣習的な行為まで、金融機関側にも様々な部分で改善すべき点はあるようです。上場企業は立場を替えれば、年金運用の受託者、運用会社の顧客のような存在でもあり、金融機関、運用会社のガバナンスや取引慣行について厳しく監視し、意見を言うことも必要ではないでしょうか。日本においては企業年金連合会が色々な面でオピニオンリーダーであり、企業に対しても、運用会社に対しても、要求事項を発信しています。しかし連合会自身も運用者ですから、年金の真の受益者の立場で運用会社を監督し、ガバナンスに注文をつけるという行為について、独立して取り組む存在が必要ではないかと考えます。

(株)フィナンテック IRコンサルタント CFA協会認定証券アナリスト 深井浩史)

お問合せ：(株)フィナンテック e-mail [info@finantec-net.com](mailto:info@finantec-net.com) 電話 03-3560-5444 (代表) FAX 03-3560-5445

過去のレビューは、<http://www.irstreet.com/jp/> に掲載しております。