

企業情報開示に関するひとつの考察

——証券アナリストの視点から——

田 中 襄 一

はじめに

本稿の目的は証券アナリストの役割と今後のあり方を踏まえて上場企業（以下企業とする）の情報開示の方向性と在り方を検討することにある。これは証券アナリストは資本市場において、企業を適正に評価し、その企業の発行する有価証券の価格の妥当性についての判断に資する情報を投資家等に提供する役割を担っているために、企業の情報開示の在り方に大きな影響を及ぼすからである。

企業情報開示に関するひとつの考察（田中）

る。

証券アナリストは証券会社等に属し企業の株式の分析、評価をする株式アナリスト、債券を扱う債券アナリスト、そして格付機関に属し債券を評価する債券格付アナリストに大別される。なお、債券アナリスト、債券格付アナリストをクレジットアナリストと呼ぶ場合もある。また、ここでは発行体を企業に絞ることにする。株式であれ債券であれ資本市場において転々流通し価格形成がされることは同じであり、価格形成に際してはさまざまな情報

が必要となる。その価格形成は時々の政治、経済、金融などのマクロ環境に影響を受けることになるが、基本的には有価証券を発行する企業の財務内容や業績の現状及び将来展望によって大きく左右される。つまり、企業そのものの分析を踏まえての投資価値評価が重要なこととなる。証券アナリストが企業を分析、評価する際に得る情報はその多くが企業によって開示されるものである。そして、その際に必要な情報の内容についてみると、有価証券報告書、決算短信等に含まれる財務的数値は重要なものではあるが、経営者の考え方、経営理念はじめ技術、ノウハウ、人材等といった数値で把握することの困難な非財務的情報もまた無視し得ないものとなっている。このような情報を証券アナリストがどのような形で取り入れ、評価しアウトプットをしているかについて検討することは、情報開示を行う企業の今後の姿勢を考える上で不可欠である。

ところで、企業の情報開示をめぐる環境は大きく変化している。IFRS（国際財務報告基準）導入の動きがそのひとつである。ルールベース（細則基準）からプリンシパルベース（原則基準）への転換は財務諸表を作成

する企業にとって負担は少ないとはいえない。また、それら数値をもとに分析、評価する証券アナリストにとっては分析手法の変化など重要な意味を持つ。特に、包括利益の導入は利益概念に変更を迫るということもあり、とりわけ株式アナリストへの影響は大きい。また、その導入に際して課題が残されているが、IFRS導入にあわせて、企業の財務情報だけではなく非財務情報の提供を促す動きが高まっている。IASB（国際会計基準委員会）が公表したアニュアルレポートに付け加えるようにすすめた「経営者の説明」（Management commentary：以下MCとする）がそれである。このMCはわが国においても今まで、さまざまな形で議論され、開示の試みが行われてきた多様な非財務情報開示をめぐる動きにも大きな影響を及ぼす。この動向は企業のあらゆる情報をもとに分析、加工し評価を行う証券アナリストの現状と将来展望を考える上では欠かせない話題である。

証券アナリストは資本市場において重要な役割を果たしているが、その実態について知る機会が多いとはいえない。そこで本稿では証券アナリスト、その中でもこと

に株式アナリストの現実の業務を通じて企業の情報開示の在り方を検討する。

1-1 情報開示の新潮流

企業は投資判断に資するためにさまざまな情報を開示する。その内容の代表的なものは財務諸表を中心とした財務情報があげられるが、企業の全容を知るためには財務情報だけでは不十分なため、経営戦略、研究開発動向等に加えCSRあるいはESG問題への企業の対応といった非財務情報についても開示することになる。^①このような財務情報以外の非財務情報の重要性は近年ますます高まっている。非財務情報の情報開示は米国の年次報告書（アニユアルレポート）やわが国の有価証券報告書等において既に開示されている状況にあるが、それらにより推し進める形での情報開示の充実が図られることとなった。それは国際会計基準委員会（International Accounting Standard Board: IASB）が「経営者の説明」（MC）を二〇一〇年に公表し、IFRSに基づく財務諸表に付加する形で、MCを実際に運用するためのナラティブ（narrative：以下ナラティブとする）情報の提

供を促す実務ステートメント（IFRS Practice Statement）を明らかにしたことである。この実務ステートメントは強制されるものではないが、経営者は本ステートメントのフレームワークに基づいた企業経営についての説明が不可欠な時代となったといえよう。なお、これは全世界一律に適用するものではなく、IFRSを採用する国等の実情に応じて運用することが認められている。いうまでもなく、MCの利用者は投資家であり、債権者等である^②としているが、他のステークホルダーにとっても重要な情報であることには違いない。

情報開示に際してのナラティブな説明は既に、財務諸表とは別に掲載される形で求められているケースがある。たとえば、米国の年次報告書（アニユアルレポート）にある「経営者による討議と分析（Management discussion and analysis: MD&A）」がこれであり、わが国では有価証券報告書の中における「対処すべき課題」「事業等のリスク」等がそれにあたる。これらは財務諸表に追加する情報として定性的な情報を提供することによって事業の現状と展望および、経営者の経営理念や経営者の事業への取り組み姿勢等を明記することによって

投資家等からの理解と信頼を得ようとするものである。

MCの目的は、財務諸表と合わせる形で定性的な情報を投資家等に提供することによって、投資判断に有用な情報を開示しようとするものである。

なお、MCの要素として以下の五点を挙げている。^③それらは①ビジネスの特質、②経営者の目的とそれに適合した戦略、③重要な経営資源及びリスク等④企業業績と将来展望、⑤経営者が使う業績評価のための指標等である。

MCは財務諸表に加え、さまざまな非財務情報（知的資産、ESG問題、人材、リスク等）が明記される形をとるため、今までCSR報告書、環境報告書、サステナビリティレポート等で企業が発信してきた情報を包含するものとなっている。このため、わが国のみならず、米国、EU等において試みられてきた非財務情報の発信はそれぞれ個々別々に発信するのではなく、このMCのフレームワークに組み込まれていく可能性も否定できないであろう。つまり、IFRSに基づくレポートというタイトルのもとに、財務、非財務情報をひとくくりにした内容の報告書が作成される可能性が大きくなっていると

いうことである。注目すべきことは、MCが後述する証券アナリスト、殊に株式アナリストの企業評価の際には念頭に置かなければならない様々な要素を含んでいることである。

1-2 企業情報開示の統合化への動き

わが国の情報開示は現在、さまざまな形で行われている。会社法、金融商品取引法や証券取引所といった法律、規則等に基づくものとして有価証券報告書や決算短信等がある。一方、法律や規則等に基づかない企業の自発的意志によるものとして、CSR報告書、環境報告書やサステナビリティレポートといったものがあるが、これらの他に、広く考えれば、広告・宣伝のための冊子、報告書類、PR誌あるいはWEBに掲載する情報等多種多様である。ここでは、主に資本市場における企業価値形成に影響を及ぼす株主、投資家向けの報告書類を中心に考える。有価証券報告書、アンニュアルレポート、決算短信類はおもに財務諸表が柱であり、その中に記載される付加的な情報としてたとえば、有価証券報告書においては、「会社の現況」や「コーポレートガバナンスの状態」、

「経営上のリスクとその対応等」といった事柄が開示されている。一方、CSR報告書、環境報告書やサステナビリティレポート類は多くの場合、財務諸表に表れない事柄、具体的には企業が事業を継続していく上で必要な環境への対応、さまざまなステークホルダーへの配慮、社会への貢献等、について企業の考え方を明らかにし、それら行動のプロセスおよび成果等が説明されている。

財務情報、非財務情報の情報発信の状況を実務の立場からすると、発信する情報は企業内のそれぞれの部署、たとえば、有価証券報告書等財務諸表に関わることであれば、経理、財務部門、また、CSR報告書、環境報告書、サステナビリティレポートといったものであれば経営企画、広報等の部門が中心となり作成の任にあたり、発信されることが多い。このような形で企業の諸活動の内容が個々バラバラに作成、発信されることは企業の情報発信のワンボイス化とコストパフォーマンスの面から大きな課題となっている。この課題に対して情報開示を統合化しようとする動きがでてきている。これを統合ディスクロージャーあるいは統合報告 (Integrated Reporting) とよぶこともあるが、本稿においては統合

開示とする。

このような情報開示の統合化の要因として、二つの要因があげられる。ひとつは情報の一元管理がある。企業が作成している情報は対外向けと社内での管理向けという二つの側面があるが、両方を個々別々に作ることは非効率的であり、管理の意味では経営者自身が双方をコントロールすることが望ましい。そのこともあり、情報を社内向け、対外向けにかかわらず、一元管理をして企業経営に役立てようという動きである。つまり、対外的に作成されている情報が企業経営上有用であつても、経営者がそれを認識していない場合も考えられるために、対外的目的の情報と管理目的の情報の一元化が求められるようになってきたということである。

もうひとつの要因は、企業の各部署で独自に作成、発信される情報をひとつにまとめることによって情報発信の効率化と信頼性向上を図ろうとするものである。つまり、企業内のさまざまな部署で作成される情報を、開示する担当部署にまとめて発信しようとするものである。たとえば、財務諸表を主とするアニユアルレポートとCSR報告書といったものを別々に作成する場合には手

間と費用の面からも大きな負担となりかねない。そこで、アニュアルレポートとCSRレポートを一体化して作成、発信するという工夫も出てきている。企業のIR担当部署や広報担当部署は法律や制度に基づく情報ばかりではなく、広く社会が求めている情報、たとえば、企業が環境問題にどのように対応し、その具体的成果はどのようなものであったか、というようなことを開示、提供している。このような経緯のもとで作成される対外発信情報は重複する場合もあり、費用等の面からも効率化が求められてきた。

このような報告書類の一元化の例として武田薬品工業のケースがあげられる。^④武田薬品工業は二〇〇四年まではアニュアルレポートと環境報告書を発行していた、二〇〇五年にはアニュアルレポートとCSR報告書を発行していたが、二〇〇六年以来統合レポートとしてアニュアルレポートに一本化する形で発行している。その理由として次のような要因が挙げられている。①社会、環境要因として株主、投資家をはじめ多様なステークホルダーに対して非財務情報を開示してゆくことの重要性が高まったこと、②業界要因として、広く社会・環境の

変化の中、製薬ビジネスに対する影響度が大きくなってきたこと、そして③社内の組織的要因として、コーポレートコミュニケーション部の中に広報・IRチームとCSRチームがあり、共同作業が可能な状況にあったことである。④経済要因としてアニュアルレポートにしてもCSR報告書にしても制作にかかる作業工数や費用の削減の要請がある。そして⑥客観的事実としてアニュアルレポートとCSR報告書の内容が似てきたということがある。以上のことからアニュアルレポートとCSR報告書をまとめて統合開示することが可能になったとしている。このような形でアニュアルレポートとCSR報告書あるいは環境報告書を統合して公表している企業は十数社にすぎないが、今後コストパフォーマンスの点や経営の効率性の視点から我が国においても統合開示が進展してゆくことになるう。

ところで、世界的な動向を見ると、同様の動きを示す兆候が現れている。KPMGの「CSR報告に関する国際調査二〇一一」^⑥がその実態をとらえている。この調査は世界三四カ国においてCSR報告書を発行している企業の状況を分析したものである。具体的にはフォー

チューニンググローバル500社のうちの二五〇社（以下G250）と世界三四カ国のそれぞれの国の売上高上位一〇〇社（以下N100）を含む二〇〇〇社を超える企業をサンプルとして二〇一〇年から二〇一一年までに発行されたCSR報告書について調査したものである。この調査のポイント①G250でみるとCSR報告書を発行している企業は二〇〇八年調査時点の七九%から二〇一一年には九五%へと急増していることが注目される。②N100でみると六四%以上が独自のCSR報告書を発行している。この内日本をみると九九%が発行し、我が国企業のCSRへの関心の高さが注目される。なお、本調査によれば、CSR報告書とアニュアルレポートをまとめていこうとする動きが高まっているとされている。参考までに、KPMGの同二〇〇八年の調査をみると、CSR報告書そのものに関心が高まる中であって、G250の内六〇%がアニュアルレポートの中でCSRに関する情報を掲載しているとしていることが注目される。また我が国のN100でみると九五%がアニュアルレポートになんらかのCSR情報を掲載している、としていることが注目されており、この傾向は一層高まっている。

企業情報開示に関するひとつの考察（田中）

と推測される。このことは先駆的企業においてはアニュアルレポートとCSR報告書を一体化する開示、つまり統合開示の方向性にあるということを示すものということができる。なお、KPMGの同じ報告書の二〇一三年版によると、これらの傾向はますます高まってきたとされている。

統合開示については近年動きが加速化している。それは二〇一〇年にIIRC (International Integrated Reporting Committee : 国際統合報告委員会) が設立され、世界的に統合開示を促進しようとする気運が高まっていることに象徴される。この背景として、先に触れたように財務情報中心の情報は気候変動、資源問題、人権問題、さらにはガバナンスといった社会、環境にまつわる重要な情報を適切に反映しにくいといった現実がある。このため、企業の財務報告と企業の環境的側面、社会的側面、ガバナンスに関するなどを統合し企業の行う情報開示に、明確性、正確性、一貫性をもたせるフレームワークを策定しようとするものである。つまり、「統合報告は、組織が事業を行う商業上、社会上、及び環境上の背景を反映できるように、組織の戦略、ガバナンス、

業績及び見通しについての重要な情報をまとめあげるものである。それによって、組織が現在及びその将来に、どのような価値を創造するかについて、明確かつ簡潔に表明されることになる。^⑦

このような統合開示が多くの企業に広まろうとしている中で、それは企業経営そのものにも大きな影響を与える可能性を秘めている。CSR情報を始め様々な形で、極端に表現すれば、個々ばらばらに作成、発信される情報が、必ずしも経営者に深く理解され、作成、発信されているとは限らない。経営者が理解していない、つまり経営のコントロールの埒外にある状態での情報の作成、発信は経営の混乱を引き起こすばかりではなく、コスト・パフォーマンスの視点からも問題であり、また企業経営上はほとんど意味のないことになりかねない。従って、社内外に発信される情報については、経営者が把握し、理解する範囲内でまとめられ、作成、発信されることが望ましいことはいうまでもない。このようなことを可能にする方策は財務情報が主となるアニュアルレポートに加え非財務情報の典型ともいえるCSR報告書等を一体として理解、把握し企業の全体像としてまとめ、開

示することである。また、このような形で作成される報告書はその作成プロセスの中で、企業経営そのものを効率的に運営するための情報収集に貢献することになる。また、統合報告書という形にまとめられる統合開示は株主、投資家のみならず他のステークホルダーにとっても有用な価値判断の材料となることは言うまでもない。

ここで、別の観点からの統合開示の目的について少し触れておく。上場企業の情報開示の目的は「企業価値」を維持・向上させることにある。そして、その企業価値は、主に株主、投資家をメインプレーヤーとする資本市場においては株主価値という表現がなされる場合が多い。一方、その他のステークホルダー、たとえば従業員、取引先、顧客、地域社会等が描く企業価値も無視し得ない。この企業価値は株主価値のように定量的に把握することの困難なもので、いわば、社会的企業価値ともいふべき企業価値である。その意味で「企業価値」を指す場合は、株主価値と社会的企業価値を統合したものであるといえる。統合開示は、このような視点で見ると、あらゆるステークホルダーに情報を開示し、合理的な企業価値を形成するために、有効な手段になることが期待されて

いる。

企業の発信するあらゆる情報をひとつにまとめて効率的かつ分かりやすく開示するためには、財務情報と非財務情報を一体として把握しそれらをステークホルダーに開示してゆくことが不可欠になるということである。その意味では、IASBのMCが財務諸表等と一体となつて意味を持つようになることと同じであるといえよう。

2-1 証券アナリストの環境変化と情報開示

情報開示の視点からみると、企業情報の投資家等への情報仲介者としての証券アナリストは重要な役割を果たしている。証券アナリストは前述したように、大きく分けて株式アナリスト、債券アナリスト、債券格付アナリストの三つに分類することができる。株式アナリストは証券会社等に属し、主にそれらのブローカレッジ業務をサポートするためにアナリストレポートを作成し証券会社等の顧客である投資家（主に機関投資家）に投資情報を提供することを主な業務とするセルサイドアナリストと、投資信託会社、投資顧問会社、保険会社等の資産運用会社に属するバイサイドアナリストにわけられる。債券ア

ナリストは主に証券会社等に属し債券の分析、評価を行うスペシャリストである。一方、債券格付アナリストは格付機関に属し発行される予定の債券、既発行債券の評価を行い、債券格付（レーティング）を付すことを主な業務としている。このようなさまざまな業務内容を持つアナリストを証券アナリストと総称する場合がある。どのような種類のアナリストであっても基本的には企業の開示する情報をもとに、経済、産業の現状及び将来展望等を踏まえ、企業の信用力、成長力、収益力といったことを評価し、当該企業が発行する株式、債券についての投資判断に資する情報を提供することを主な業務とすることには変わりはない。それぞれのアナリストがアウトプットする目的には違いがあり、分析評価の視点に差があるとはいえ、投資判断に資するよう情報を加工、分析するということでは同じである。

通常、企業の情報開示の問題を証券アナリストとの関わりで論じる場合、それは株式アナリストに焦点を当てた形で行われることが多い。株式アナリストはセルサイドアナリスト、バイサイドアナリストにわけられるが、いずれのアナリストにしても株式投資の際の投資判断に

資する情報を提供することは同じで、セルサイドアナリストは先に触れたように、主にアナリストレポートの作成や投資家へのプレゼンテーション等によつて情報を提供する形をとる。このアナリストレポートについてみると、ベシッくなレポートは基本的には四―五年、長くとも一〇年程度の中長期的な業績予想を行い、この業績

予想をもとに、DDM等のモデルを用いて株価評価、いわゆるバリュエーションを行うことになる。この評価の結果、当該企業の株式について、評価時点で株式を買うべきか、売るべきか、あるいは保有し続けるかといったレーティング（株式格付け）を付すことになる。このレーティングは強気から弱気まで通常五段階（証券会社によつては三段階）に分けられた格付けが付されることになる。なお、このようなレーティングはその時点での株式保有に関わる評価であつて企業自体の評価ではないことに注意しなければならない。いずれにしても、セルサイドアナリストの主要業務は、企業業績を予測することとを前提として成り立っており、この企業業績は企業が持続的に成長し、収益力を維持できるか否かを、財務情報のみならず、非財務情報を併せて勘案した上で、導き

出すことである。

一方、資産運用会社に属するバイサイドアナリストはセルサイドアナリストが作成したアナリストレポートなどの情報入手すると同時にセルサイドアナリストと同様の企業分析と投資価値評価を行うことになる。セルサイドアナリストにしてもバイサイドアナリストにしても企業のファンダメンタルズ、つまり、事業構造、財務構造を踏まえた上で、中長期の業績予想をおこなうことは同じである。ただ、株価評価の面で、セルサイドアナリストはやや短期的な志向が強いのに比し、バイサイドアナリストは中長期的視点に立つ場合が多いという違いがあるといわれている。

セルサイドアナリストは証券会社等に属しそのブローケレッジ業務への貢献が問われる業務ではあるが、企業の分析、評価に際しては中立性が求められることになる。セルサイドアナリストのコストの多くの部分は株式売買に伴う手数料収入の中からまかなわれることになる（これをソフトダラーと呼ぶ）。その意味では、売買手数料を支払う投資家の影響が及ぶ可能性がないとはいえないが、基本的には周囲との関係に左右されない形で業務が

遂行されることが理想とされている。企業情報開示の観点からセルサイドアナリストについてみると、当然のことながらセルサイドアナリストは企業分析に当たっては、企業から得られる情報にその多くを依存する。具体的には、企業が開示するアニュアルレポート、有価証券報告書、決算短信等の財務情報のみならず、経営者を始め様々なレベルの会社関係者へのヒアリング、あるいは業界や同業他社の情報など総合的な情報を入手することになる。このセルサイドアナリストの業務は時代とともに少しずつ変化してきている。ことに、二〇〇〇年前後の様々な制度変化によるものが大きい。そのひとつは、株式売買手数料の自由化である。一九九四年に始まった条件付きの自由化の動きは一九九九年には全面自由化となった。この結果インターネット経由での株式売買が急増し、証券会社の営業姿勢にも大きな変化がもたらされた。手数料自由化によって、いわゆるソフトダラーでまかなわれてきたセルサイドアナリストのコストの問題に大きな影響を与え、セルサイドアナリストの業務の見直しにもつながってきたともいえる。また、銀行と証券の業務の棲み分け行われていた時代が長く続いたが、

企業情報開示に関するひとつの考察（田中）

一九九三年には子会社方式による相互参入がまとめられ、一九九八年には持ち株会社方式での銀行、証券の兼営が認められるに至った。そして、二〇〇〇年の金融商品販売法に始まって、二〇〇七年の金融商品取引法の施行は情報開示に関わることのみならず、セルサイドアナリストの業務に大きな影響を及ぼすこととなった。

このような制度変化に加えて、米国における二〇〇〇年の公正情報開（Regulation fair disclosure：以下RFDとする）の制定、二〇〇一年のエンロン事件の発生等は米国におけるセルサイドアナリストへの影響のみならず、間接的に我が国のセルサイドアナリストの業務の見直しにつながった。RFDは企業がセルサイドアナリスト等特定の関係者にのみ情報開示を行うことを禁じた措置であり、企業にいわば、情報の一斉同時開示が求められたことは、セルサイドアナリストの業務に大きな変化をもたらすことになった。⁽⁸⁾ 具体的には、企業は重要な未公開情報を株式アナリストや機関投資家等一部特定の者に対して選択的な開示を禁止することである。

また、米国のエンロン事件はセルサイドアナリストの利益相反問題、監査法人の利益相反問題など広範な事柄

に問題が波及し、この結果、二〇〇二年のサーベンスオクスリー法制定に至った。^⑨ことにセルサイドアナリストの利益相反の問題はセルサイドアナリストのコストを投資銀行業務部門かあるいはブロカレッジ部門のどちらが負担するのかといった重大問題であった。これについては、結果的に利益相反のない形で、つまり、企業からの影響が届きにくいように投資銀行業務から距離をおくタンスでセルサイドアナリストの業務が行われることとなった。同時期、我が国においては、INGベアリング証券東京支店の大和銀行に関するアナリストレポート（二〇〇一年五月一日）の問題に端を発したセルサイドアナリスト業務についての問題は二〇〇二年になって、日本証券業協会の「アナリストレポートの取り扱い等について」という理事会決議となった。これはセルサイドアナリストが業務を推進する上で、証券会社等に規制を課すものであった。^⑩

このように、日米両国における制度上の変化と事件等による規制の強化によってセルサイドアナリストを巡る環境は変化してきた。この変化の中で、セルサイドアナリストが業績予想、株価評価の際に用いる企業からの情

報については今まで以上の開示が求められることとなってきた。たとえば、二〇〇三年からは四半期情報開示が求められた事などがある。

2-2 証券アナリストの役割

資本市場における証券アナリストの役割は主に、企業によって開示された情報を投資家等の適切な投資判断に資するために、加工、分析し、投資家等に提供することにある。このことによって企業と投資家との間の情報の非対称性を小さくするとともに、資本市場での価格形成を効率的に行おうとするものである。株式であっても債券であっても、資本市場においては有価証券の流動性が確保され、価格形成が透明性をもっておこなわれることが前提となる。このためには、有価証券に関わる情報が十分に行き渡り、それら有価証券が信頼に値するものでなければ取引は成立しない。そのような情報の仲介者として証券アナリストは機能する。この意味で、有価証券にかかわる情報を入手、分析、加工し、投資判断の材料を提供する株式アナリスト、債券アナリスト、債券格付アナリストといった証券アナリストは資本市場において

は不可欠な存在となっている。

証券アナリストの中でも、株式アナリストは株価に関わる情報仲介者として重要な地位を占めているといえよう。債券に関わるクレジットアナリストも企業価値形成に与える影響は無視しえないものがあるが、その比重は株式アナリストに比べ相対的に小さいと考えることができるからである。株式アナリストの中でも、セルサイドアナリストはことに企業価値形成に際して重要な役割を果たす。

ところで、資本市場において、情報の仲介機能、審査機能等をもち、資本市場が健全にまた、効率的に機能するために資本市場に関わる証券会社、法律事務所、監査法人、機関投資家そして証券アナリスト等はファイナンシアル・ゲートキーパー⁽¹¹⁾（以下ゲートキーパー）と呼ばれることがある。エンロン事件等資本市場における様々な不祥事の中で、このゲートキーパーの中でも、証券アナリスト、監査法人、格付会社が注目され、それらの資本市場における利益相反行為に対して批判が高まり、規制が強化された。このゲートキーパーが行う業務についてみると、それは「二つの側面をもつ。一つは、投資

家に対する『認証サービス』であり、投資決定に必要な情報の正確性を保証する。もう一つは、企業に対する『情報生産サービス』であり、専門能力や経験、規模や範囲の経済性を活用し、一定の信頼性を付加した企業情報の生産と発信を請け負う⁽¹²⁾」ということになる。その意味で、ゲートキーパーは文字通り、資本市場の「門番」の任を負い、資本市場が透明で、公正な機能を果たすことに貢献することが期待されている。

このゲートキーパーの中でも証券アナリスト、ことに株式アナリストは特異な存在ともいえよう。それは格付会社にしても、監査法人にしてもその意見表明と行動は組織として行われることが基本なのに比べ、株式アナリストの中でもセルサイドアナリストの場合は証券会社等に属しているとはいえ、個人名で意見表明が行われることが多いからである。ゲートキーパーとしてのセルサイドアナリストは、ひとりひとりが「門番」の役割を担うという点では、個人がその意識を明確に持っていないければ、ゲートキーパーとして機能しなくなる。このゲートキーパーとしてのセルサイドアナリストのコストを誰が負担しているかというと、これは先に触れたように、投

資家が証券会社等に支払う売買手数料の中からまかなわれることになる。格付会社や監査法人が顧客企業から直接、格付け手数料や監査報酬を得ているのとは大きな違いである。格付会社と監査法人の利益相反問題についてみると、格付会社の利益相反問題は、格付けに際して手数料を格付対象企業から得ることによって、対象企業の格付けを甘くするかもしれないという問題である。また、監査法人の利益相反問題は監査対象企業から監査報酬を得ることによって、監査に手心を加える可能性があるかもしれないということや、監査法人が当該企業のコンサルティングサービスをを行うことによって生じる問題などがそれである（コンサルティングサービスはエンロン事件以降分離されている）。

セルサイドアナリストの利益相反問題についてふれる。この問題は近年解消されているが、セルサイドアナリストの役割を考える上で欠かせない問題である。セルサイドアナリストは本来、証券会社等のブローカレッジ業務をサポートする形で投資判断のための材料を投資家等に提供するのが役目であるが、証券会社等において、投資銀行業務が拡大するにつれ、セルサイドアナリストの知識、

経験が投資銀行業務の企業分析や企業へのプレゼンテーションのために不可欠となってきた事にある。つまり、本来中立的な立場でなければならないセルサイドアナリストが企業側の立場になって行動するということが多くなってきたという矛盾を抱えたことである。この背景には、株式売買手数料の自由化があった。固定手数料のもとでは手数料の中にセルサイドアナリストの報酬を組み込ませることが可能であったが、自由化により手数料が激減し、セルサイドアナリストの報酬の源泉を投資銀行業務に頼らざるを得なくなったという事情がある。この問題は、ブローカレッジ業務と投資銀行業務の間に隔壁を設ける事により規制されることとなった。利益相反問題が完全に解決されたとはいえないものの、一応の目途がつく形で今日に至っている。この結果、証券会社等全体でみるとセルサイドアナリストの人員削減やセルサイドアナリストのカバーする企業の減少という形で合理化が行われることとなった。また、セルサイドアナリストの中立性を高めるという視点で、証券会社等に属さないセルサイドアナリストの独立的アナリストレポートへの要求が高まってきた。この独立的セルサイドアナリス

トは収入面での問題があるものの、いくつかの試みが行われている。

なお、セルサイドアナリストの提供サービスと売買手数料が一對となっていることが情報提供の中立性を阻害するという問題については、リサーチと売買執行を分離する、いわゆるコミッションのアンバンドリングが進行しているといわれていることに注目しなければならない。これはコミッション・シェアリング・アレンジメント（CSA）と呼ばれる方式で、投資家側が情報提供と売買執行を選べる時代となりつつある。¹³ 証券会社等に属しない独立アナリストの試みがおこなわれているのはこの方向性の中にあるといえよう。

セルサイドアナリストの利益相反問題への規制が強化された事に加えセルサイドアナリストを巡る変化もある。¹⁴ そのひとつは投資判断に際して個別銘柄のアナリストレポートを不要とする投資スタイル、つまりインデックス運用の比重が高まってきたことがある。株式を投資対象とする資産運用に際して、個別銘柄毎に投資判断を行い、それを積み上げる手法、つまりアクティブ運用のパフォーマンスに疑問が生じ、市場全体の動きに合わせ

た銘柄の組み合わせで投資するインデックス運用にシフトしたことがある。もうひとつはセルサイドアナリストの情報入手、分析などによる企業評価の優位性の低下である。公正情報開示（RFD）による情報開示に際しての一斉同時開示にともない、バイサイドアナリストの質量両面での充実はセルサイドアナリストの優位性の相対的低下をもたらすこととなった。バイサイドアナリストが充実にきた要因にセルサイドアナリスト側に起因するものもある。それはセルサイドアナリストがカバーする企業数の減少等である。先に触れたように、株式売買手数料の自由化に伴う経費節減のためにセルサイドアナリストの縮小を行った事が大きい。このため、バイサイドアナリストが属する資産運用側では自前でのリサーチ体制の強化を図らざるを得なくなったという要因がある。ところで、ゲートキーパーとしてのセルサイドアナリストは証券会社等に属するとはいえ、自立的な業務が求められる職業である。そして、その業務は、資本市場の公正、透明な運営に貢献するよう求められている。セルサイドアナリストは企業が開示する財務情報、非財務情報をもとに、経済、産業動向を踏まえ、当該企業の情報

を分析、加工し、企業の中長期的な業績を予測すること
をその主な業務としている。そして、この業績予想をも
とに現在の株価水準が妥当か否かの判断を行う。この一
連のプロセスは、多くの場合アナリストレポートに集約
され、セルサイドアナリストが属する証券会社等を通じて
機関投資家等に配布され、それぞれの運用に当たって
投資判断の材料として用いられることになる。この視点
でみれば、セルサイドアナリストの提供する情報は資本
市場における価格形成のための有用な情報のひとつであ
ることには違いない。なお、セルサイドアナリストのア
ナリストレポート等のアウトプットをそのまま機関投資
家等運用側が鵜呑みにしているわけではない。セルサイ
ドアナリストの分析の妥当性については全て信頼してい
るわけではなくバイサイドアナリストあるいはファンド
マネージャー（ポートフォリオマネージャー）が再度リ
サーチし直すこともある。これは、先に触れたようにセ
ルサイドアナリストは短期的評価が多いのに比べバイサ
イドアナリストは長期的評価を行うことが多いことなど
からである。¹⁵⁾

2-3 セルサイドアナリストの業務

セルサイドアナリストの主要な業務は、経済、産業等
のマクロ動向を踏まえ、中長期の企業業績を予測し、そ
の業績見通しに基づき株価のバリュエーションをするこ
とである。このようなアウトプットをブローカレッジ部門
に提供すると同時に、顧客である機関投資家へのプレゼ
ンテーション等を行う。また、随時国内外の顧客等への
電話、メールなどへの対応も行うことになる。マクロ動
向の把握についてはアナリスト個人の情報収集による事
もあるが、基本的にはそのセルサイドアナリストの属す
る証券会社等のマクロ経済調査部門の見解が下敷きとな
ることが多い。個別企業の情報入手は有価証券報告書、
決算短信、アニユアルレポート等法律、制度で求められ
ている開示資料によるものも多いが、CSR報告書、会
社説明会、電話会議さらには、担当企業の経営者始め必
要と思われる人物へのインタビューなどといった企業の
自発的意思に基づいて開示される多様な情報ソースを活
用する。具体的な入手経路は公表されているものについ
ては企業から直接あるいはWEB等で手に入れることに
なるが、日常的な情報入手は企業のIR（インベス

ター・リレーションズ) 担当者や広報担当者を窓口とする場合が多い。IR担当者等との情報交換を通じて企業全体の動きをセルサイドアナリストなりに把握することになるが、中長期的な展望についてよりの確な判断をするためには、トップマネジメントとのコミュニケーションは避けて通れないことは言うまでもない。

中長期の業績予想に際しては、財務的数値をベースに行う事になるが、トップマネジメントとの会話等を通じて得られる非財務的な情報が付加されることになる。そして、セルサイドアナリストが、この中長期の予測をするに際して重要なことは、投資家等に対して説得力のある企業のストーリーを組み立てることにある。このストーリーをエクイティストーリー(あるいはコーポレートストーリー)ということがある。エクイティの名が付いているように、これは株式の成長戦略を描くことがアナリストに求められることになる。業績予想についてみると、損益計算書で言えば、売上高、営業利益、税引利益といった事柄、貸借対照表でみれば、総資産、純資産(自己資本)といった絶対額も重要な指標となるものの、たとえば利益についてみれば一株当たり利益

(Earning Per Share: EPS) が参考となる指標として用いられることが多い。また、中長期的な経営の中での企業の投資活動の成果として、株主持ち分へのリターンを表す自己資本利益率 (Return On Equity: ROE) もまた重要な指標として用いられる。先に触れたエクイティストーリーは結果的にEPSやROE、場合によってはEBITDAといった数値に落とし込まれることになる。つまり、エクイティストーリーの中に事業戦略と財務戦略が統合された形で表現されることになる。

時代により環境の変化があっても、セルサイドアナリストに求められる基本的な素養は変わらない。企業を分析、評価する際に心がける視点として次のようなものが挙げられる。このような事柄はセルサイドアナリスト業務の実際を知るためには非常に分かりやすいので、やや長くなるが引用する¹⁶⁾。

- ① 会社の経営方針、経営目標、そのための到達戦略を知る
- ② 主力分野の、市場の成長力、収益環境、戦略、強み弱みを把握する
- ③ 主力以外の分野の、市場の成長力、収益環境、戦

略、強み弱みを把握する

- ④ 地域別の収益環境、戦略、強み弱みを把握する
 - ⑤ 競争優位の条件と、その何を満たし何を満たしていないのかを知る
 - ⑥ 過去において収益変動をもたらした要因を知る
 - ⑦ 今後の収益変動の要因の候補を明らかにする
 - ⑧ 今後の経営環境の変化を予測し、その変化にどう対応するのかを想定する
 - ⑨ 現在の経営者がもっとも重視している課題と解決策、その進捗状況を知る
 - ⑩ 今来期の業績予想をする（損益計算書、貸借対照表、キャッシュフロー計算書）
 - ⑪ 五～一〇年程度の会社の発展経路を予測する（利益成長のイメージ）
 - ⑫ 会社の短期的投資価値、長期的な投資価値を推定する
- これで明らかのように、財務情報以外の非財務情報が多く含まれている。セルサイドアナリストは、このようにして得られた業績予想をもとに現在の株価水準が妥当なものであるか否かについてバリュエーションをおこな

うことになる。

ところでセルサイドアナリストは業務の成果のひとつとしてアナリストレポートという形でまとめたものを執筆する。一般的構成についてみると、深く調査されたレポートは先に触れた①から⑫までの内容が網羅されることになるが、単純化すれば業界における当該企業の位置、そして、当該企業の経営状況と財務内容になり、次いで経営の中長期展望となっている。付表として、過去から中長期な予測を含めた企業の損益計算書、貸借対照表等の推移が一覧表としてまとめられたものが掲載される。もともと、このような形で、詳細にまとめられるものばかりではなく、四半期決算などの決算状況、大きなイベントの影響などについては速報的に扱うアナリストレポートが多くなったといわれる。

なお、セルサイドアナリストは、証券会社等の規模にもよるが、全上場会社は二〇―三〇のセクター（業種）に分けられており、そのうちの一二セクターを担当することになる。一セクターあたり一〇―三〇社程度になるが、その中でも、優先順位を付けそれら企業の経営動向、業績についてウォッチすることになる。また、近年

では、多くの場合——二セクターを長期間にわたって担当することが多く株式アナリストは担当セクターについてはスペシャリストとして当該セクター及び企業に深い知見を持つ。国内大手証券会社のケースでみると、全上場会社三千数百社の内カバーしている企業数は約六〇〇社で、アナリスト一人当たり、一〇——三〇社を担当していると推察される。

ここで、セルサイドアナリストと投資家の関係についてみる。アナリストレポートは主にセルサイドアナリストが所属する証券会社等のブローカレッジ部門を通じて、直接間接に機関投資家にアナリストレポートが配布され、機関投資家等に対してプレゼンテーションを行う事になる。また、一部の情報は個人投資家にも流れることになる。セルサイドアナリストの属する調査部門はセルサイドアナリスト個々人の評価について、機関投資家へのヒアリング等を実施するなどしてその力量、評判を調査することによって行う事になる。なお、セルサイドアナリストは第三者によっても評価される、米国のインスティテューショナルインベスター誌や、日本経済新聞社によって評価のランキングが行われることもある。

また、セルサイドアナリストは担当セクター（業種）に通曉していることもあり、その業務を通じて企業経営者に影響を与えることもある。先に触れたようにセルサイドアナリストは業界のすみずみまでの情報を入手し分析することによって、セクター内の多くの企業の動向を客観的視点で知ることになる。このことは企業側からみれば自社を第三者的視点で評価してくれることになり、このようなセルサイドアナリストの意見を、経営に活用する経営者は少なからず存在するといわれる。

このようなセルサイドアナリストも情報入手は企業が開示した資料類が主となるが、その情報も複雑多岐に渡ってきていることは既に述べた。多様な情報が開示されるという事実をみると、企業側に、情報提供についての考え方にまとまりが無くなってきている部分もあることは否定できない。統合開示の視点で集約化の兆しは見られるものの、まだ少数にとどまっている。このような現状を見ると「一人のアナリスト・投資家の分析能力を超える質・量の情報が開示されているため、効果的な情報開示が行われているとは必ずしも言えない」¹⁷のが現実であろう。この意味で、情報過多とも言える状況のもと、

セルサイドアナリストはの中から必要、有益な情報を選別する能力が問われている。なお、最近のセルサイドアナリストは短期志向が強くなったことが話題となっている。これは、機関投資家の投資姿勢を反映したものであると言えよう。

2-4 株式アナリストとIR活動

企業の情報開示の具体的活動であるIR活動とセルサイドアナリストとの関係について触れる。我が国においてIR活動が活発化する八〇年代まではセルサイドアナリストは企業の決算発表の後に企業の財務担当者あるいは広報担当者（そのころはIR担当者を置くことは一般的ではなかった）に直接訪問しヒアリングを行う事によって情報を入手する方法をとっていた。九〇年代になりIRが注目され始め企業のIR活動が活発化するようになって、様相が変わってきた。セルサイドアナリストに向けて積極的な情報開示を行う企業が増えてきたことがある。九〇年以降はいわばセルサイドアナリスト志向のIRが注目されることとなった。¹⁸このころ、ようやくIR担当者、IR専任部署が設置されるようになり、

それらの主要な業務として、セルサイドアナリストやファンドマネージャーといったプロフェショナルを相手とする窓口業務が行われることとなった。この背景のひとつとして、資本市場におけるセルサイドアナリストの影響力を無視し得なくなってきたことがあげられる。いわゆるレーティング（株式格付け）が九〇年代初頭から始まったこと、メディア等でセルサイドアナリストのコメントやアナリストレポートの内容が資本市場で話題になり、株価形成に影響を及ぼすことが多くなってきたことなどがある。九五年には日本証券アナリスト協会が、セルサイドアナリストによる企業の開示状況の評価をする、「リサーチ・アナリストの選ぶディスクロジャー優良企業」を公表し表彰する制度を始めた。これは企業の開示状況のランキング、つまり、セルサイドアナリストに好感をもたれる度合いについて評価を行うというもので、このインパクトには大きなものがあつた。企業はどのような形であっても、セルサイドアナリストと向き合わざるを得ない環境となった。

ところが、前述したように、米国におけるRFDの制定は企業の情報開示に大きな影響を与えた。米国におい

て行われた制度ではあるが、我が国の資本市場における情報開示のあり方に一石を投じた。これは、企業の情報開示に際しては特定の対象者に有利な情報を提供してはならないとするものであったために、企業側が情報開示に際して慎重になるという傾向も生じた。また、この頃からのインターネットの急速な普及は企業の情報開示、IR活動に大きな変革をもたらす契機となったことは否めない。インターネットのひとつの特性である一斉同時の情報伝達の機能はセルサイドアナリストというスペシャリストだけがもっていた企業情報を多くの資本市場関係者に知らしめることとなった¹⁹。たとえば、会社説明会、決算説明会といった場で特定のセルサイドアナリスト、バイサイドアナリスト、ファンドマネージャーにのみ配布されていた資料がWEB上で入手可能になったり、セルサイドアナリスト、ファンドマネージャー等だけが参加する説明会の映像が配信されるようになったりした。このことはセルサイドアナリスト等のスペシャリストが得る情報と一般の投資家が得る情報に大きな格差がなくなったことに等しい。このこともあり、セルサイドアナリストやバイサイドアナリストは今まで以上にその専門

性を高める努力が求められることとなった。

結にかえて

証券アナリスト、ことにセルサイドアナリストを取り巻く環境変化には著しいものがある。この中にあって企業が証券アナリストに提供する情報内容についても変容を見せる兆しがある。それは、財務情報に加え非財務情報をより重視した形で提供しようとするものである。IASBのMCは強制ではないとしながらも企業の非財務情報の開示の在り方について一定の方向性を示したものである。同時に企業の情報開示に際して、財務情報、非財務情報を併せて開示していかうとする統合開示の動きも進展しようとしている。この動きの中で、証券アナリストに限らずステークホルダーが収集する情報は質、量ともに豊かになっていく可能性が高まった。このような状況のもと、セルサイドアナリストは企業が発信する情報に加え、政治、経済、産業、環境等様々な情報を加工分析し、企業の成長戦略を読み取るという業務にも変化がみられるようになっていくことが予想される。社会的地位の確立してきたセルサイドアナリストは資本市場

においては当然のことであるが、一般社会の中でも情報仲介者として無視し得ない存在となってきたからである。

企業は資本市場において企業価値を高める行動をとることが求められる。その際に、セルサイドアナリストは企業価値を高めていくための資本市場における情報仲介者として重要な役割を担う。セルサイドアナリストはその属する証券会社等に対しての情報提供を主な業務とするが、その社会的役割を考えると、その職責遂行に際しては今まで以上に、社会的存在としての企業がその役割を果たすために何をしなければならないかということに念頭においた行動が求められる。

また、多様な情報を様々な形で提供してきた企業は、効率的な情報提供の視点から、統合開示の方向に向かわざるを得なくなってきたということもある。同時に、情報の受け手である多くのステークホルダーの情報処理能力を考慮に入れた、効果的な情報開示の在り方が問われる時代となってきた。

(1) 田中襄一「CSRと情報開示」政経研究第四四巻第

二号、四九一頁―五一三頁、日本大学法学部、二〇〇七年を参照。

(2) IFRS “Management Commentary a framework for presentation” IFRS, December 2010, para8.

(3) *Ibid.*, paras 24-40.

(4) 金田晃一「アニユアルレポートの新潮流」日本IR学会第九回年次大会報告資料、二〇一〇年、一頁。

(5) 前掲書、一〇頁。

(6) KPMG「CSR報告に関する国際調査二〇一一年」KPMG, 二〇一一年。

(7) “TOWARD INTEGRATED REPORTING Communicating Value in the 21st Century” IIRC, 2011, p6. (日本公認会計士協会仮訳)

(8) 平松那須加「我が国にも求められる公平情報開示」知的資産創造、野村総合研究所、二〇〇一年九月、二四頁―四一頁。

(9) サーベンスオクスリー法の制定とその内容については、淵田康之、大崎貞和「検証アメリカの資本市場改革」日本経済新聞社、二〇〇二年を参照。

(10) この事案の内容等については、淵田康之、ロバートライタン編「ファイナンシアル・ゲートキーパー」東洋経済新報社、二〇〇五年、四四頁―四七頁を参照。

(11) 前掲書、二二三頁―二二九頁。

(12) 首藤恵「ファイナンシアル・ゲートキーパーとコー

ポレートガバナンス再考」証券アナリストジャーナル
四八巻九号、日本証券アナリスト協会、二〇一〇年、
五一頁。

(13) 鈴木行生「企業価値を見抜く証券アナリストへの期
待」ファンドマネジメント、二〇一〇年夏号、野村ア
セットマネジメント、一七頁。

(14) 淵田康之「ファイナンシャル・ゲートキーパーとし
てのアナリスト」証券アナリストジャーナル第四五巻第
八号、日本証券アナリスト協会、二〇〇七年、三一頁―
四一頁。

(15) 大堀龍介、井口讓二、辻本臣哉、北川哲雄「座談会
バイサイドアナリストの調査手法と役割の現状」証券ア
ナリストジャーナル第四七巻第一号、日本証券アナリ
スト協会、二〇〇九年、六頁―三三頁。

(16) 藤岡長道「アナリストと企業はどうかかわるのか」
証券アナリストジャーナル第四一巻第一〇号、日本証券
アナリスト協会、二〇〇三年、一三頁―一四頁。

(17) 経済産業省「知的資産経営報告の視点と開示実証分
析調査」経済産業省知的財産政策室、二〇〇七年、一六
頁。

(18) 佐藤淑子「新しい時代のIRとアナリスト」証券ア
ナリストジャーナル第四一巻九第一〇号、二〇〇四年、
七頁―一二頁。

(19) 「五〇周年記念インタビュー、若林秀樹氏に聞く」証

券アナリストジャーナル五〇巻六号、二〇一二年、九八
頁―一〇二頁参照。この中で、セルサイドアナリストの
業務の変遷について、経験を踏まえて詳細に語られてい
る。