

北川哲雄著

『資本市場ネットワーク論』

—IR・アナリスト・ガバナンス—』

(文眞堂, 2007年)

佐賀卓雄

1

アメリカの資本市場は、1990年代後半の熱狂を経て、2000年代に入るとITバブルの崩壊により、調整局面を迎える。この間、決算修正が急増し、ついにはエンロン、ワールドコムなどの不正会計処理が相次いで明らかになり破綻を余儀なくされ、これらの企業の監査法人であったアーサー・アンダーセンは信用を失い解体に追い込まれた。また、投資判断に重要な影響を及ぼす格付け機関の格付けが信用度の適切な見直しを行っていないのではないかという疑問が提起された。さらには、ITバブルの過程で、証券会社のアナリスト（いわゆるセルサイド・アナリスト）は投資銀行業務に動員されることによって、投資家に偏った推奨を行っているのではないかということが問題になった。

これらの情報仲介業者は総称してフィナンシャル・ゲートキーパー（以下、FGと略）と呼ばれている。これらの機関の役割は、発行体と投資家の間に存在する「情報の非対称性」を埋めることによって、資本市場における情報開示制度を十全に機能させることである。

すなわち、1930年代以降の連邦証券規制の基

本は「情報による規制」であり、企業の適時かつ正確な情報開示によって透明性、公正性、および効率性を高めることを目指したものであった。しかし、投資家が膨大な企業の開示情報を読み、それを分析、理解し、投資判断を行うことは、能力的にも時間的にも難しいのが現実である。

そこで、監査（法）人は企業が開示する情報の真実性を担保し、格付け機関は独自に企業情報を分析し、元本および金利の支払いの確実性を簡単な記号によって判断できることを可能にし、そして証券会社のアナリストは膨大な情報を分析・加工し、簡潔なレポートを投資家に提供する。これによって、投資家は生の情報に頼らずに容易に投資判断できる環境を提供されるという訳である。この意味で、FGは資本市場のインフラの一部を構成しているといえる。これに彼らに情報を提供する企業のIRオフィサーと機関投資家のポートフォリオ・マネジャーを加えれば（著者はこれらの情報介在者を資本市場におけるプロフェッションと呼んでいる）、本書のいう「資本市場のネットワーク」の顔ぶれはすべて出揃うことになる。本書はこれらの登場人物による情報相互作用のあり方を理論的、歴史的に分析したものである。

2

本書の全体は、ほぼ歴史的にこれまで問題になったテーマの順序に沿って5章から構成されている。第1章は、資本市場における情報の相互作用の担い手である、ファンド・マネジャー、IRオフィサー、およびアナリストの役割およびそれが歴史的にどのように変化してきたかについて分析している。本書全体の分析枠組みの提供を意図したものである。

第2章は、2000年8月に採択された公正開示規則 (Regulation FD) についての分析である。この規則は当時のSEC委員長であったアーサー・レビットが資本市場の公正性を損なうような重要な未公開情報の選択的開示 (つまり、一部のアナリストだけへの開示) を禁止したものである。この規制をめぐるのは、「公正性」(フェアネス)、および「モザイク理論」といわれる問題について大きな議論が巻き起こった。

「公正性」とは、文字通り企業が重要な未公開情報を開示する場合、特定の人間にではなく、あらゆる市場参加者に公平に開示することである。このような規制が改めて問題になるということは、裏を返せばそれまでは特定の人間にのみ開示する「選択的情報開示」により不公正な状況が問題になっていたことを意味する。しかし、ここで問題になるのは、何をもって投資意思決定上、「重要」な未公開情報とみなすかは各人各様で決して自明ではないことである。このため、決まりきった情報の提供をもって十分と考え、それ以上の情報の開示は「フェアディスクロージャー」に反すると誤解する企業が出てくる可能性がある。仮に、情報を公正

に出さないことも公正開示であると考える企業が出てくれば、市場参加者に提供される情報の質が低下し、情報開示制度そのものの後退につながりかねないのである。

次に、モザイク理論といわれるのは、情報の受け手のレベルに関する問題である。一般に、インタビューに際して相手からどの程度の情報を引き出せるかは、聞き手が事前に外部情報をどの程度、取得してのぞむかに左右されることは、そのような場面を経験したことのある人間には容易に理解されることであろう。別の言い方をすれば、同じ情報を提供されても、聞き手の側の理解力が異なればその情報の持つ意味も異なってくるということである。周到に準備して望めば、あたかもジグソー・パズルの最後のピースがはめ込まれることによって全体の絵が完成されるように、何気ない情報がそれまで理解できなかった問題を一挙に解決するヒントになることがある。したがって、IR担当者は自社のガイドラインから逸脱していなければ、十分な準備をしてインタビューに臨むアナリストに対しては定型化された回答以上の情報を提供する可能性がある。要は、アナリストのレベル次第ということである。これがモザイク理論と呼ばれるものである。

著者は、長年、医薬品業界担当のアナリストとしての経験も紹介しながら (56-63ページ)、これらの問題について詳細な紹介と分析を行っている。

第3章は、アナリストの利益相反問題について分析している。本書でも指摘されている通り、エンロン問題のキーワードの一つは「利益相反」である。一般的には、これはある者が複数の業務を行っている時に、他の業務 (あるいは利益) を犠牲にしてある業務 (あるいは利

益)を優先することである。エンロン問題に関係する具体的な例をいくつかあげよう。エンロンの(社外)取締役は取締役としての業務に対する報酬の他に、同社のコンサルタントとして契約を結び報酬をもらっていた他、自分が関係する団体や組織に対して寄付などの便宜を提供されていた。また、監査人のアンダーセンは2000年のエンロンからの監査報酬は2500万ドルであったが、同社のコンサルタントとしての報酬はそれよりも多い2700万ドルであった。

取締役やFGがこのような状況に置かれれば、どのような事態が想定されるであろうか。取締役は役得のある地位に対する保身から問題に気がついても経営者に対してははっきりと意見を言えない可能性が強くなるであろう。また、監査人は自らコンサルタントとして助言を与える一方で、監査人として会計処理の不適切性について指摘することは期待できないであろう。要するに、利益相反の状況に置かれれば、ガバナンス構造の一翼を担う取締役会やFGが期待される役割を果たすことができなくなることが危惧されるのである。ある研究者はこのような状況を「ゲートキーパーの失敗」と呼び、エンロン問題以降の資本市場改革は、利益相反状況を解消することによってFGの機能を回復することにあつたとしている。

セルサイド・アナリストについても事態は大同小異であった。否、セルサイド・アナリストの方が一層、深刻であったともいえる。ただ、アナリストについてこれが問題になったのは、エンロン問題が直接のきっかけではなく、ITバブル崩壊に伴って、インターネット関連の企業を投資家に推奨していた大手投資銀行のアナリストが、それらの銘柄を社内では「ゴミ」や「クズ」と呼んでいたことが発覚したためであ

る。

彼らは何故、そのような行動をとったかといえば、所属の投資銀行がそれらの新規公開

(IPO)の主幹事の地位を獲得するために、投資家に対して銘柄の魅力をアピールする必要があつたためである。アナリストはレポートを作成し、ロードショー(各都市での投資を勧誘する説明会)でプレゼンテーションを行い、首尾良く主幹事を獲得できれば、投資銀行業務の収益の分け前に預かれるという訳である。つまり、アナリストは実際には投資銀行業務のチームの一員として行動し、本来のアナリストとしての立場(つまり、投資家に投資判断についての中立的な情報を提供するという役割)との矛盾が不誠実な、ある意味では詐欺的な行動をとらせたのである。アナリスト問題は、エンロン以後に大きな問題となり、最終的には監督当局と大手投資銀行10社との間で包括的な和解が成立したものの、問題の根本的な解決には至っていないといえる。

この章では、AIMR(アナリスト協会、現在の名称はCFAI)によるアナリスト・レポートのあり方についての報告書に関する詳細な分析と、その後のアナリスト格付けの変遷について分析している。

第4章は、アナリストによる投資評価の問題を分析している。ここでは、効率的市場仮説をめぐる古典的問題(つまり、市場が効率的であるとするれば、アナリストは無用の存在になるのかというパラドックス)、利益ガイダンスをめぐる問題、さらにはヘッジファンドの台頭とともに強まっている短期主義(short-termism)について関説している。ここで、著者は業績予想は本来、アナリストの仕事であり、企業は業績予想をすべきではないという強いメッセージ

を提示している (第6節)。

第5章は、本書のタイトルである「資本市場ネットワーク」についての原理的考察と、わが国におけるその変容過程が取り上げられている。前者については、「自己言及的に、動的情報交換を構成者間で行い、脈絡のある“まとまり”、“新たな意味形成”が形成される過程そのもの指し示す。構成者とは、……IRオフィサー、アナリストおよびポートフォリオ・マネジャーである」(176ページ)と定義されている。後者については、著者のアナリスト時代の経験も踏まえていくつかの点が指摘されている。

まず、アメリカにおいて柔軟な資本市場ネットワークが構築されてきた理由として、①アメリカが資本市場の牙城であり続けたという歴史的原因、②日米の金融構造の差(わが国の銀行優位の金融構造が資本市場を軽視することにつながった)、③資本市場システムに関わる構成者の意識の違い、が指摘できるとする(184-85ページ)。

それでは、わが国ではどのような変化が見られるかという点、2000年以降、①インターネット等の普及による情報媒体の変化、これにより情報が流布されるスピードが格段に速まるとともに、その範囲も格段に広まった、②セルサイドおよびバイサイド、両サイドのアナリストの成熟、③機関投資家によるガバナンスへの関与が積極化、④IR ツールや内容の充実、である(186-87ページ)。

しかし、依然として次のような課題があるという。第一に、証券会社のアナリストが複数カバーしている銘柄が全体の20%に満たない。アナリストがカバーしない銘柄は「孤児株」(オーファンズ・ストック)と呼ばれ、投資家

からほとんど無視されるために、市場効率性の観点からは重大な問題である。アメリカでは、独立アナリスト会社の育成によってこの問題の打開が試みられているが、わが国ではほとんど意識されていないのが現状である。

第二に、わが国においても「不正会計」問題が深刻化していることである。

第三に、ガバナンス問題である。2001年の商法改正は委員会等設置会社と従来型の監査役設置会社の並存という中途半端な取締役会改革になったために、この面での改革が遅々として進んでいない(これは、06年5月に施行された会社法にも継承されている)。ただし、この関連では07年9月に施行された金融商品取引法が内部統制システムの構築を義務づけたことが注目される。

第四に、IR 活動によって経営者が投資家・アナリストと直に向き合わざるをえなくなり、表現能力の巧拙が企業自体の盛衰を決めかねない状況が生まれたことである(187-88ページ)。

3

以上が本書の内容である。著者の長年のアナリストとしての経験を踏まえた分析は大変説得的である。とりわけ、わが国の大手証券会社においてアナリストの業務の位置づけがどのように変化してきたかについての記述(189ページ以降)は評者には大変興味深かった。余談になるが、最近(2007年11月下旬)、『日本経済新聞』に連載された元野村証券社長および会長の田淵節也氏の「私の履歴書」の中には、外国人の日本株投資が増えてきた時に社内の調査体制の対応に苦慮し、従来の調査部とは別に外国人

顧客向けにアナリスト集団を組織したという記述がある。両者を合わせ読むと、経営戦略を構想する経営者の立場と現場にいるアナリストの立場の違いが現れていて興味深い。

また、公正開示規則以降、アナリストがどのような状況に置かれているかについても興味深い分析を提示している。特に、ヘッジ・ファンドの台頭にともないアナリスト業務に短期主義の傾向が強まっていることに対して、アナリスト協会(CFAI)がそれを批判する提言(*Breaking the Short Term Cycle*, July 2006)を行うなど、SOX法、あるいは監督機関と大手証券会社10社との間での「包括的和解」以降も引き続きアナリストのあり方をめぐって模索が続いていることについて興味深い分析を行っている。

ところで、本書はサブタイトルにガバナンスという用語も使われているので、エンロン問題以降の企業改革の動向とわが国の現状について敷衍しておきたい。

周知のように、エンロン破綻後、半年という異例の速さで成立した企業改革法(サーベンス・オクスレー法、SOX法)は、監査人を監督する公開会社会計審査会(PCAOB)を新たに創設したのに加え、取締役会の改革(特に、ガバナンスの中核的役割を担う監査委員会がすべて独立取締役で構成されなければならないことや、経営者を排除した取締役会の開催を義務づけたことなどが重要である。これはニューヨーク証券取引所(NYSE)やナスダックの上場基準の一つとして規定されている)、格付け機関およびアナリストに対する規制も強化された。つまり、アメリカでは、企業のガバナンス改革とFGの機能の再構築の両者が同時に目指されていることが明らかである。あるいは、短

期間の内にFGの機能の再構築、強化を含めたガバナンス・システムの包括的な見直しに国を挙げて取り組んだのである。

さて、わが国ではどうであったか。評者は、わが国においてエンロン問題に対応するのは1997年11月の山一証券の破綻であると考えている。その理由は、ガバナンス構造およびFGのいずれもがまったく機能しなかった異常な事例であったからである。エンロンの投資組合(SPE)を利用した資産のオフバランス化に相当するのは、山一証券の場合には企業の決算期のズレを利用した「飛ばし」である。取締役会の構成をみると、エンロンは2001年春の時点で14名中12名が社外取締役である(わが国会社法の委員会設置会社であるとすれば、ガバナンスの優れた会社として表彰ものであろう!!)のに対し、山一証券はすべて社内出身者で占められていた。しばしば日本型ガバナンスの特徴とされる監査役も、当時の多くの企業がそうであったように山一証券の出身者(元社員)であり、決定的な場面(つまり、経営陣=取締役会による簿外債務の隠蔽)では、経営側に加担した。さらに、監査法人についてみると、エンロンはアーサー・アンダーセン、山一証券は中央監査法人(後の中央青山)である(両者とも、現在は存在しない)。

このようにみれば、山一証券の場合、経営者に対するチェック・システム自体がまったく不在であったことが分かる。しかし、当時はこれは何も山一証券に限ったことではなかったのは周知の通りである。

問題は、山一証券の破綻後にどのような再発防止のための改革が行われたかである。実際は、何も行われなかったのである。当時は、「日本版ビッグバン」の名の下に金融システム

改革に着手され始めた時期であるが、ガバナンス改革の議論はほとんど行われなかった。アメリカのSOX法制定の動きと比較すれば、わが国では如何にガバナンス問題が軽視されているかが一目瞭然であろう。もっとも、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券が次々に破綻し、翌1998年になって日本長期信用銀行、そして日本債券信用銀行が破綻、国有化されるという戦後未曾有の金融システム危機が進行している状況では、その余裕がなかったという事情は考慮する必要がある。しかし、その後も山一証券の破綻原因については本格的に分析されることはなかった。

その後の展開は、ある意味では予想通りであったといえる。ガバナンス構造に切り込まない限り、相変わらず頻発した不正会計処理や粉飾決算に対してはFGである監査法人に対する圧力を強める方向に向かったのである。しかし、冷静に考えれば、不正行為を行うのは企業であって監査法人ではない。監査法人への圧力のみを強める改革は、例えて言えば悪臭の源を放置して、臭いが広まるのを防ぐために必死になって上から毛布や布団をかぶせているようなものである。監査法人の責任強化は、当然ながら監査拒否の動きとなって「監査難民」が出かねない状況をもたらしているのは周知の通りである。

ようやく、2007年9月に施行された金融商品取引法は財務報告に関する内部統制システムの構築を義務づけ、基本的にはSOX法404条の

コピーとはいえ、ガバナンス改革に踏み出したことは評価されるべきである。筆者は2001年の商法改正が委員会等設置会社と監査役設置会社の並存という中途半端なものであったことがガバナンス改革の原因の一つであったと述べている(188ページ)が、その点については評者はやや意見が異なる。

筆者がアメリカ型のガバナンス構造(ここでは取締役会の構造)を全面的に採用すべきと考えているのかどうかははっきりしないが、結論から言えば、むしろ日本独自の監査役制度をもっと活用する余地があるのではないかと考える。確かに、山一証券の例を見るまでもなく、かつての監査役制度はガバナンスの面ではほとんど機能していなかったのは事実である。しかし、監査役が法律上、大きな権限を与えられていたことも事実であるし、その権限は商法改正の度に強化されてきた。最近では、監査法人の選任について監査役にその権限を移すことが検討されている。

したがって、並存したいはあまり大きな問題ではなく、各社の実情に合わせて選択する方式はそれほど弊害があるとは思えない。どのような優れた制度であっても、その精神を理解されなければ絵に描いた餅に過ぎなくなるのはエンロンが好例であろう。要は、制度を運用する人間の精神や理念の次元の話で、制度自体の優劣ではないと考える。

(当研究所理事・主任研究員)