

問われるファイナンシャル・ゲートキーパーの役割

淵田 康之

2005年ブルッキングズー野村・資本市場コンファレンスについて

野村資本市場研究所は、2004年の創立以来、(財)東京国際研究クラブの後援の下、米国のブルッキングズ研究所を舞台に、米国の識者を集めて資本市場に関するディスカッションの場を持っている。2004年はGLB法成立後5年目における金融サービス業について議論したが、本年(2005年9月28日)はAfter the Horses Have Left the Barn: The Future Role of Financial Gatekeepersと題したコンファレンスを開催した。

ファイナンシャル・ゲートキーパーとは、後述の通り、企業の財務等を分析し、投資家の投資判断に資する情報を提供する役割を担う主体、具体的には監査法人、格付け機関、アナリスト等を指す。企業から発せられる情報を彼らが一旦受け止めて吟味し、その適切性、妥当性等のなんらかの評価・判断を加えてから、投資家に流すという意味で、市場の「門番」的役割を果たすためにゲートキーパーと呼ばれるのである¹。

ファイナンシャル・ゲートキーパーが注目される理由は、エンロンの破綻やネットバブルの崩壊の過程で、監査法人、格付け機関、アナリストが「門番」としての機能を十分果たせなかったことが、投資家の損失を拡大させたと考えられるからである。それどころか、監査法人が粉飾決算に加担していたり、アナリストが投資銀行ビジネス獲得のために企業の実態を誇大に喧伝するなど、問題の原因にすらなっていたケースも指摘される。

こうしたファイナンシャル・ゲートキーパー問題に対して、米国では2002年夏に成立したサーベンス・オックスレイ法(以下、SOX)により、抜本的な規制改革が実施されたのであった。

今回のコンファレンスは、この一連のファイナンシャル・ゲートキーパー改革後の現状を評価し、今後のあるべき資本市場の姿を展望する目的で

¹ もっともゲートキーパーについて厳密な定義があるわけではない。特に「ゲート」は何を守るためのもので、「ゲート」のどちら側に誰がいるのか、という点について評者によって想定が異なっている場合がある。例えば、企業経営者が問題ある行動に向かわないように門を閉めて見張っている主体のことを指す場合もある。通常はこの定義の問題には拘らず、監査法人、格付け機関、アナリスト等を総称してファイナンシャル・ゲートキーパーと呼ぶことが多い。

開催された。ブルッキングズ側でコンファレンスの企画を練り、当日の司会を務めたロバート・ライタン・シニアフェローが付けたコンファレンスのタイトルは、直訳すれば「馬が小屋から逃げてしまった後で：ファイナンシャル・ゲートキーパーの今後の役割」となる。「門番」の過ちでエンロンのような問題が既に起きてしまった今の時点で、問題を再評価し、現状がどの程度改善されたのか、今後さらにどういう改革が必要なのかを論じようという趣旨である。

ファイナンシャル・ゲートキーパー改革は、いうまでもなく日本においても重要な課題である。監査法人については、2003年4月に公認会計士法が改正されたが、2005年9月、カネボウの粉飾決算に関連し、大手監査法人に所属する公認会計士が逮捕されるという事態が生じ、さらなる法改正の議論が高まっている。格付け機関については、マイカル債のデフォルトの1ヶ月前まで投資適格の格付けが付されるなど、エンロン事件より前に、エンロン事件で問題となったのと同様な格付け変更のラグの問題を日本は経験している。アナリストについても、数次にわたる日本証券業協会の理事会決議を通じて、セルサイド・アナリストに関する規制が強化され、例えばアナリストの投資銀行業務への関与が禁止された。

わが国おけるこうしたファイナンシャル・ゲートキーパーを巡る議論や改革の多くは、エンロン事件以降の米国の改革に大きな影響を受けたものである。従って、現時点で、米国においてファイナンシャル・ゲートキーパー問題がどう論じられているかは、わが国にとっても注目されるのである。

以下では、コロンビア大学法学部のジョン・コーヒー教授によるファイナンシャル・ゲートキーパー全体についての発表、南カリフォルニア大学のゾエボンナ・パームローズ教授による監査法人に関する発表、カリフォルニア大学サンジェゴ校のフランク・パートノイ教授による格付け機関に関する発表、ニューメキシコ大学のレズリー・ボニ教授によるアナリストに関する発表の概要を紹介する。筆者は日本のファイナンシャル・ゲートキーパー改革を踏まえた議論を発表したが、その一部は本誌に別途掲載されている。なお、本コンファレンスのまとめ、発表者の論文等は、後日、ブルッキングズ研究所より出版される予定である。

ファイナンシャル・ゲートキーパー問題とは

(1) ゲートキーパーとは

コーヒー教授は、まずゲートキーパーとは何かを定義した上で、なぜゲ

ートキーパーのあり方に問題が生じるようになってきたか、そしてどのような問題解決策があるかについての議論を展開した。コーヒー教授は、エンロン事件の前からゲートキーパー問題について論文を著してきたが、エンロン事件が生じると、これをコーポレート・ガバナンス問題等ととらえるよりも、ゲートキーパー問題としてとらえるべきであるとして、活発に改革のあり方について議論してきた中心人物である²。

まず一般にゲートキーパーとされるのは、監査法人、格付け機関、アナリスト、弁護士である。これらに共通することは、企業の状況について、投資家が投資判断に際して重視するなんらかの証明や鑑定に相当する評価を行う主体であることである。投資家がゲートキーパーの証明等に価値を見出すのは、これらの主体にプロフェッショナルな評価ができる能力を持つ者という「評判 (reputation)」が備わっているからである。従って、コーヒー教授は、ゲートキーパーを *reputational intermediary* とも呼んでいる。

コーヒー教授は監査法人等の伝統的なゲートキーパーに加えて、次のようなゲートキーパーも注目されると指摘した。第一は、団体訴訟における原告としてのカルパースや TIAA/CREF である。カルパース等が加わるという情報が、他の機関投資家にとって訴訟への参加を前向きに考えるメッセージとなっている。第二はロンドン証券取引所の AIM 市場で企業の情報開示に関わる指定アドバイザーである。第三は、企業から手数料を取り、適切なアナリストを選別し、その企業のリサーチレポートを書かせるというサービスを始めた団体である。現状、NRE (National Research Exchange) と IRE (Independent Research Exchange) という二つの団体が存在する³。アナリストに対する規制の強化により、昨今、アナリストがカバーする企業が減少しているため、カバレッジ不足に悩む企業のために始まったサービスである。企業が直接、アナリストに手数料を払ってレポートを執筆してもらうのでは、企業寄りのレポートとみなされかねないが、こうして仲介機関が入ることにより客観性が増すことが期待されているのである。

(2) ゲートキーパー問題の背景と対応

ゲートキーパー問題は、エンロンで脚光を浴びたが、コーヒー教授によると、それ以前から問題は拡大している。ゲートキーパー問題が、何故、拡大してきたかという点について、コーヒー教授は次のような説明をして

² John C. Coffee, Jr., "Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid", Working Paper No. 207, Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies, July 30, 2002 など。

³ "Desperately Seeking Research", *Wall Street Journal*, September 19, 2005 に両者が紹介されている。

いる。第一は、経営幹部に対するストックオプションなど株価にリンクした報酬支払いの増大である。この結果、経営幹部において株価を上昇させたいという意向が強まり、監査法人やアナリストに対するプレッシャーが高まったという。第二は、会計士が従来に比べ、法的責任を問われるケースが減少したことである。これは、1995年に成立した私的証券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995; PSLRA）の影響とされる。

ゲートキーパーは、先述の通り、reputation があって初めてビジネスとして成り立つのであり、自ら reputation を落とすような行動をしない、と一般に言われてきた。例えば、監査法人が特定の会社に対して問題のある判断をすると、他の企業に対する判断も信頼されなくなり、全ての仕事を失いかねない。そのリスクを犯してペイするほどの報酬を特定の一社から受領しているわけでもないのにである。

しかし上記のような環境変化と問題の増大を踏まえ、もはやこうした前提に立つわけにいかず、ゲートキーパー問題への対応が必要となってきたのである。コーヒー教授は、ゲートキーパー問題への対応策をいくつか指摘している。

すなわち新たな機構を設置する方法、予防のための規則を導入する方法、ゲートキーパーの立場を強くする方法、責任を重くする方法⁴、ゲートキーパーの分割（例えば監査法人を分割し数を増やす）、バウチャーの導入（投資家にバウチャーを与え、投資家がアナリストにバウチャーで情報料を支払う）などである。

このうちゲートキーパーの立場を強くする方法とは、例えば監査法人が解任されたり辞任したりした場合、これを開示しなければならないというルールである。これによって監査法人を安易に辞めさせるわけにはいかなかった。SOXの307条で、会社の代理人としてSECとやりとりする任にある弁護士が、企業の不正を発見したら監査委員会に報告しなければならないとしたのも、同種の例である。さらに、不正会計に対する保険を導入し、監査法人は監査対象企業ではなくこの保険会社によって雇われ、企業の監査をするという制度を確立するという提案もある。不正会計リスクの高い企業に保険を売らないためにも、保険会社は監査法人に厳格なチェックを期待するわけである。

また責任を重くする方法については、前述のように監査法人が法的責任を問われることが少なくなったことが、問題の一因であったから、この責任を強化するのが一案である。しかし責任を重くしすぎて、大手監査法人

⁴ 以上の4つは、英語では、それぞれ structural rules、prophylactic rules、empowerment rules、liability rules と表現されている。

がもう一社破綻するような事態は起こすわけにはいかない。ゲートキーパーの reputation は長い年月をかけて築かれたものであり、これを破壊することに対して、コーヒー教授は懸念を表明した。

監査法人について

(1) 大手監査法人は深刻なリスクに直面

パームローズ教授は、SOX が導入されたものの、これによって企業の行動が変化し、不正会計が減少するといった確証がない現状において、不正会計のリスクが、監査法人の存亡に関わるリスクにつながっていることについて懸念を表明している⁵。しかも、SOX によって監査法人の監視機関として設立された PCAOB の存在が、責任をより監査法人に転嫁する方向に機能し、リスクを一段と監査法人に集中させる結果になりかねないと指摘する。

エンロンの不正会計に関与した件で、アーサーアンダーセンが消滅してまだ3年であるが、最近も「ビッグ4」というより「ファイナル4」の一角である KPMG がタックスシェルターを使った脱税のアドバイスを展開していたのではないかという問題が浮上している。この件は、約500億円の和解金の支払いと、関係した会計士の監査法人からの追放という形で、KPMG は法人としての起訴を免れることとなったが、まだ民事訴訟の方向が残っている。今後も同様の訴訟問題が生じかねず、大手監査法人がさらに減少するのではないか、という懸念が真剣に語られている。

パームローズ教授は、監査法人の分割や国営化、監査に特化した企業体への転換といった可能性すらもはや冗談ではなく、民間の監査法人が、公開企業の外部監査を行うという仕組み自体が今後とも維持可能な仕組みなのかすら確信できない時代になっているという。

特に昨今、企業の不正会計に関する訴訟において、監査法人も不正会計を発見できなかったこと責任を問われるケースが多くなっており、賠償や和解の金額も巨額化しつつある。しかも、GAAP や監査基準の方に問題があるのか、監査法人の監査のあり方に問題があるかなど、現行の司法制度では十分に区別された議論がなされていない。

監査法人は不正会計を発見できなければ訴訟や行政処分を含む深刻な責任を問われるが、不正会計を発見したところで、収入が増えるどころか、むしろその企業からの将来収入を失う結果となる。

⁵ パームローズ教授のコンファレンス提出論文のタイトルは、“The Future Role of Auditors as Financial Gatekeepers”。

(2) PCAOBの問題点

PCAOB が、こうした監査法人の破綻リスクをむしろ拡大させかねないというパームローズ教授の懸念の背景はいくつかある。まず監査基準の改善、そして監査法人や当局のパフォーマンスの向上を通じて、監査や会計報告の質を向上させていくためには、監査法人と規制当局との間の、相互のオープンなコミュニケーションが重要であるが、PCAOB は現状そうしたデザインになっていないというのである。というのも、まず PCAOB の規制活動において会計監査実務の専門家を関与させない形になっているからである。5人の理事会メンバーのうち、CPAは2名以下とされている。現状のメンバーは誰も適切な監査や会計の経験を有していない。14の主要なスタッフのポジションも、監査や会計の専門家以外で占められている。6割が法律家やSEC関係者である。

監査法人の検査のスタッフも貧弱である。自主規制の時代は、監査法人に所属する人間が検査を行っていたため、優秀で経験の深い人間が検査に関与できたが、PCAOB は監査法人の馴れ合いを排除するという意味で、自前で検査スタッフを雇用している。しかしその分、質が犠牲になっており、120人の検査官の監査経験は平均12年と自主規制の時代の検査担当者の経験年数を大きく下回っている。

また PCAOB はルール策定において、コスト・ベネフィットの比較衡量をすることを求められていない。さらに活動に関する透明性の低さも問題である。

PCAOB と監査法人は、それぞれの立場で不正会計のリスクをシェアすべきであるが、PCAOB は不正会計を発見するのは監査法人の役割であると、リスクを監査法人に転嫁することもできる。もう一つのアプローチは PCAOB が監査基準が策定し、その基準に従った行動を監査法人がしていたにも係らず、不正会計を見抜けなかったとしたら、責任は監査法人ではなく監査基準を策定した PCAOB が負うというアプローチである。現状、暗黙のうちに後者のアプローチが採用されているように思われるが、この点をより明示的なものにしていく必要がある。というのも、SOX404条の内部統制負担に対する批判が高まった時も、PCAOB は、監査法人が杓子定規な対応をしたためという立場をとり、監査基準自体の見直しを拒否したという例があるからである。

監査法人にリスクを転嫁し、監査法人の価値の維持や存続が危ぶまれるようなことになれば、会計制度の健全化を通じて米国資本市場の信頼を向上させるという PCAOB、そして SEC の存在意義を、自ら危機に晒すことになるのである。

(3) Auditing Master's Office 設置の提案

以上のような問題に対して、パームローズ教授は、PCAOB の傘下に Auditing Master's Office なるものを設置し、ここが会計と監査の専門家からなる独立の理事会とスタッフを有し、訴訟等において専門家の立場から監査法人に真に帰すべき責任と他に帰すべき責任を区別するなどの役割を担わせることを提案している。

監査法人のリスクへの対応として、財務諸表の真正性に対する保険導入の提案や監査法人の法的責任に上限を定めるといった案もあるが、これらについては様々な議論や批判が残っている。これに対してパームローズ教授は、Auditing Master's Office の設置は、PCAOB が議会の承認なく実現でき、現実的な対応策であると主張している。

格付け機関について

(1) 格付け機関は他のゲートキーパーと何が違うか

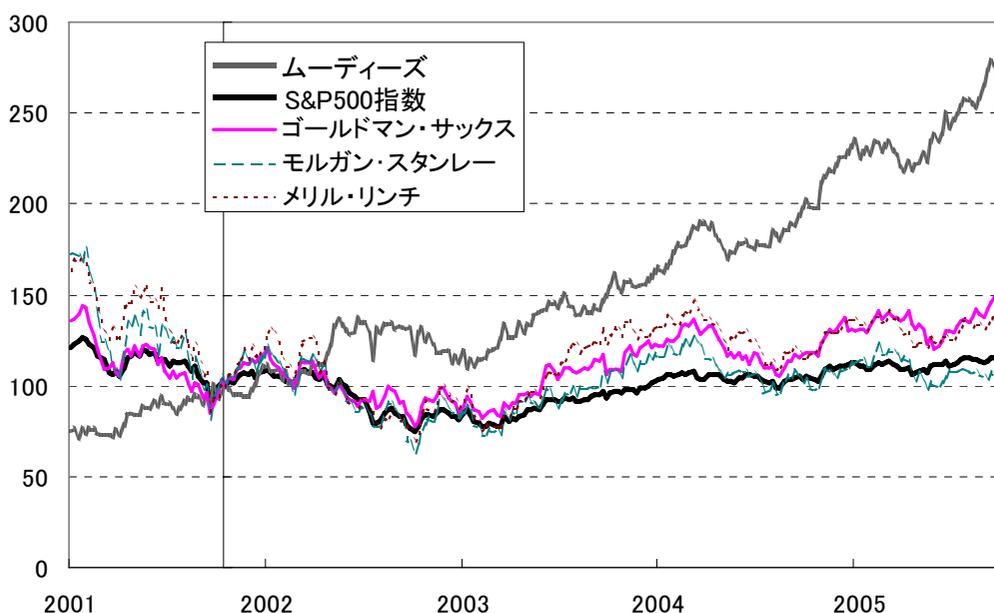
エンロン事件を契機に問題視されたファイナンシャル・ゲートキーパーのうち、監査法人とアナリストに対しては、規制強化に加え、訴訟も活発に行われた。特に監査法人の中でもアーサーアンダーセンは消滅することを余儀なくされた。またアナリスト問題でも大手投資銀行は、包括的和解を迫られ、制裁金の支払いや投資教育への資金提供など巨額の負担、追加的な行動の制約に直面しなければならなかった。

ところが、格付け機関については、問題にされつつも、これまでのところなんら規制強化も制裁も受けていない。それどころか、図表 1 に見られるように、格付け機関の株価は、エンロン事件にも影響を受けた様子もなく、市場平均や投資銀行よりもはるかに高いパフォーマンスを実現している。パートノイ教授の格付け機関批判は、こうした他のゲートキーパーとの違いの指摘から始まった⁶。

格付け機関が隆盛を極めている一つの背景は、こうした大手格付け機関の格付けのように広く利用されている認定格付け機関 (NRSRO) の出す格付けが各種の規制で利用されていることである。格付けを規制で利用するケースは、過去に比べて増加している。しかも NRSRO のステイタスを持つ格付け機関は、なかなか増えていない。これは「広く利用されている」ことが必要であるため、新規参入しにくいためとされる。

⁶ パートノイ教授のコンファレンス提出論文のタイトルは、"How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers"。

図表1 エンロン後のムーディーズの株価と投資銀行の株価



また、エンロン事件後、他のゲートキーパーが多くの訴訟に晒され、和解金の支払い等を迫られたのに対し、格付け会社は訴訟の対象となることを免れている。この背景には、まず法律上、格付け機関が他のゲートキーパーと異なる位置づけとなっていることがある。例えば、1933年証券法第11条で、監査法人や引受人は登録届出書または目論見書に不実表示があった場合、民事責任を問われる存在として位置づけられているが、格付け機関は除外されている⁷。またレギュレーションFDでも、アナリストは規制対象であるが、格付け機関は適用除外の扱いを受けている。

さらに、格付けを信じて投資をして損害を被った投資家や、格付け機関の不当な格付けで損害を被ったとする発行体が起こした訴訟に対して、過去の複数の裁判は、格付けは単なる「意見」に過ぎず、自由な意見の表明に意義を唱えることは、憲法で保証されている表現の自由を侵すものである、という格付け会社の主張を採用してきた経緯がある。

しかしパートノイ教授は、単に意見を表明している割には、格付け会社は儲かり過ぎていると指摘する。すなわち、ダウジョーンズやロイターといった金融関連の出版会社に比べても格段に利益率が高く、特異な存在となっている。また、格付けが極めて経済的な価値が高い「意見」なのかというと、実際には、格付けが実態の後追いに過ぎず、情報的価値は少ない

⁷ 1982年における33年法修正により、発行開示書類にNRSROの格付け情報の記載が認められるようになったが、格付け機関が33年法第11条の不実記載の民事責任を負わないようにするため、格付け情報は、33年法第7条及び第11条の発行開示文書の一部とはみなされなかった。Rule 436(g)(1)。

という指摘も多い。それ故なおさら、格付け機関の高収益体質は異常である。これも、上述のように、規制上、格付けが利用されているため一種の「免許」の販売者になっていること、しかも NRSRO 制度の問題によりその販売者の立場になれる機関が一握りの業者に限定されていること、さらに格付け機関が訴訟を通じた制裁を免れていること、が関係しているというのがパートノイ教授の判断である。

(2) 格付け機関における利益相反問題

格付け会社が格段の問題を起こしていないのならば、利益を上げ、株価が上昇しているといつて非難されるべき筋合いはないかもしれないが、格付け会社は、格付け対象となる企業よりもらう手数料が、全収入の9割近くを占めており、真に投資家のためではなく、企業寄りの評価をしてしまうという利益相反問題を潜在的に抱えている。また、格付け会社の幹部が格付け対象企業の役員になっているケースも見られる。典型的な例は、ムーディーズの前会長が、ワールドコム取締役だったことである。ワールドコムの債券が市場で投資不適格債と同等のスプレッドで取引されるようになった段階でも、ムーディーズは投資適格の格付けを付与し続けていたというのが実態である。

格付け手数料の他にも、格付け会社は、なんらかの企業の行動が格付けにどう影響するかのアセスメントやその他のコンサルティングを提供することで企業から手数料を得ることが多くなっている。また、勝手格付けで低い格付けを付与し、企業に正式の格付け依頼をすれば格付けが上がるという期待を持たせ、契約を拡大するという営業手法がとられているのではないかと、という指摘もある。

SEC も、2003 年のレポートで、こうした各種の潜在的な利益相反が近年増加していると指摘している⁸。パートノイ教授は他のゲートキーパーにおいては、利益相反問題を防止するための規制措置が講じられてきたのに、格付け機関に対してはこうした規制が無いと指摘する⁹。

(3) 改革案

以上の問題への対応として、パートノイ教授は、規制上の免許の販売者としての権益を削減すること、及び訴訟等を通じてより責任を問われる立場にしていくことを提案している。

規制上の免許の販売者としての権益を削減するための手段としては、まず NRSRO の格付けを各種の規制で利用するというをやめることが考

⁸ U.S. Securities and Exchange Commission, "Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets", January 2003.

⁹ パートノイ教授は、この他 CDO 市場における格付けのあり方の問題点を議論しているが、ここでは割愛する。

えられるが、様々な分野の多数の法律に利用されているため、それぞれの法律を修正をしていくのは物理的にも極めて困難であると言う。パートノイ教授は、より現実的な対応策として、3つのアイデアを提示している。

第一は、NRSRO の定義を修正することで、新規参入を促進することである。これは SEC が 2005 年 4 月に提案した新ルール案で採用されている考え方である。ムーディーズも市場が開放され競争が活発化することを歓迎するとして、この提案を支持する意向を表明している。パートノイ教授は、この案の一つの弱点として、格付け会社が過去統合してきた経緯があり、寡占化しやすい業界である可能性があるということを指摘する。

第二は、クレジットスプレッドなど、市場データをベースとしたクレジット・リスク指標を利用することである。これによって格付けに伴う恣意性が排除されるだけでなく、実態の変化に格付けの変更が遅れるという問題も回避できる。この指標については、ボラティリティが大きすぎるという批判もあるが、パートノイ教授は、一定期間の加重平均を使うなどの工夫でこの問題は軽減できるという。また、突然、格付けが変わり金融市場にインパクトを与えることが多い現状の方が、よほどボラティリティが大きいかとも指摘する。

より重要な問題点としては、流動性が低い証券には利用できないということがある。この点についてのパートノイ教授は、まずは流動性の高い証券からでも利用すべきであるということ、流動性が低い場合も、妥当な市場スプレッドの推定は可能であり、実際ムーディーズもそうした手法で流動性の銘柄も含むマーケット・インプライド・レイティング (MIR) を発表している、株価データから信用リスクを計測する手法も既に普及していると反論している。

第三のアイデアは、フィッツパトリック議員が 2005 年 6 月に提出した法案に採用されているもので、格付け機関の SEC への登録を義務付け、SEC が格付け機関を監督・検査しようというものである。登録格付け機関に対しては、利益相反コントロールの手続き整備等が義務付けられる。現行の NRSRO は、Nationally Recognized Statistical Rating Organization であるが、Recognized (認知された) の代わりに Registered (登録された) とすることになる。この法案に対しては、格付け会社が、表現の自由を侵すものであり、憲法違反であると主張している。

パートノイ教授は、この法案の一つの意義は、法案提出を契機に、格付け会社は表現の自由で守られるべきかどうか、という主張について、明確な判断が導かれる可能性がある点にあるとする。また登録制の導入により、現在 130 以上ある NRSRO ではない格付け機関が、NRSRO と対等の立場になり、また新規参入もしやすくなる結果、競争の活発化も期待される。

以上が、規制上の免許の販売者としての権益を削減するためのアイデアであるが、同時に、格付け機関を訴訟等を通じてより責任を問われる立場にしていくことも必要とされる。

パートノイ教授は、二つの手法を提示している。第一は、裁判所が、格付けは「意見」である、という格付け機関の主張を却下することである。パートノイ教授は、最近に至る裁判所の判断の事例を紹介し、格付け機関が必ずしも常に表現の自由で保護されないという点が、裁判官に理解されつつあると解釈している。

もう一つの手法は、法改正によるもので、33年法第11条とレギュレーションFDをNRSROにも適用されるようにすることである。アナリストや監査法人など他のゲートキーパーも「意見」を出しているが、これについて表現の自由だから何を言っても良いという議論にはなっていない。格付け機関も「意見」を表明しているにしろ、他のゲートキーパーと同様の法的責任を問われる位置づけにすべき、ということである。

現状、格付け機関やIOSCO、CESR（欧州証券監督者委員会）等においては、新たな行動原則や行為規範の導入等を通じ、利益相反問題の防止等を自主的に徹底させようとしているが、パートノイ教授は、こうした自主規制的なアプローチでは不十分であり、以上のように、規制上の免許の販売者としての権益の削減と法的責任の強化を二つの柱とした改革の必要性を強調した。

アナリストについて

2003年4月28日の包括的和解により、大手投資銀行10社は、アナリストの利益相反問題に対する各種の制裁措置を受けた。ボニ教授は、この包括的和解から2年以上経った今日において、導入された各種の政策がどのような効果をもたらしているかを検証した¹⁰。

（1）分析結果

①減少したリサーチのカバレッジ

大手投資銀行10社のリサーチカバレッジは、2000年時点に比べて14%、2001年に比べて20%減少した（図表2）。ただ皮肉なことに実証研究によると、アナリストのカバレッジが少ない銘柄の方が、パフォーマンスが良好であった。

②低いレイティングの比率はむしろ減少

アナリストのレイティングを高中低に3分類し、グローバルセトルメン

¹⁰ ボニ教授のコンファレンス提出論文のタイトルは、「Analyzing the Analysts after the Global Settlement」。

図表2 包括的和解の対象となった投資銀行10社のアナリスト・レーティングの推移

10社の平均							
	1999	2000	2001	2002A	2002B	2003	2004
レーティング付与銘柄数	845	930	996	971	881	800	799
レーティングのレベル (%)							
最高	36.6%	39.8%	32.2%	28.4%	34.5%	31.8%	39.0%
中間	36.8%	35.8%	38.3%	38.0%	45.6%	48.8%	48.2%
最低	26.2%	24.1%	29.0%	32.4%	19.6%	18.8%	12.8%
その他	0.4%	0.4%	0.5%	1.3%	0.3%	0.6%	0.1%
レーティング引上げ (%)	24.5%	18.2%	19.3%			32.2%	38.6%
レーティング引下げ (%)	22.6%	28.5%	34.8%			33.0%	27.6%
	---- レーティング呼称変更前 ----				-- レーティング呼称変更後---		

(注) 多くの投資銀行が2002年中にレーティングの呼称を変更している。強気とは最高のレーティング、弱気は最低のレーティング、中間はその間。レーティング引き上げ、引下げは、当該年における変更数。(出所) Boni 教授のプレゼンテーションより。

トの前後で分布の変化を見ると、低いレーティングの比率は低下している。高いレーティングの比率はあまり変わっていない。中位のレーティングの比率が増加した形である。

③アナリスト間でのレーティングの相違は従来どおり

投資銀行業務の獲得を意識してアナリストがレーティングを付与しているならば、どの投資銀行のアナリストも、こぞって高いレーティングを出すはずである。従って、包括的和解の前は、どの投資銀行のレーティングも同じレーティングに集中する傾向があり、これが包括的和解で投資銀行業務へのアナリストの関与が禁じられた結果、各アナリストのレーティングがよりばらけるようになるという仮説が立てられる。しかし実際には、大手投資銀行10社のアナリストの間で、レーティングは包括的和解の前も後もばらけた状態であった。

④レーティング変更の頻度は少ないまま

包括的和解では、アナリストの格付けの推移を過去から示し、投資家にとってアナリストの質について判断しやすいようにした。この結果として、アナリストはレーティングをよりきめ細かく変更することになることが考えられる。しかし、包括的和解の前後に係らず、大手投資銀行10社のアナリストが、ある会社のレーティングを変更するのは、平均すると3年から5年に1度でしかない。

⑤レーティング変更への市場の反応は低下

アナリストのレーティング変更に伴う市場へのインパクトを比較すると、包括的和解の後には、その前に比べると、レーティング引き上げに対してあまり上昇しなくなり、レーティング引下げに対してあまり下落しなくなっている。

⑥高レーティング銘柄も低レーティング銘柄もアウトパフォーム

包括的和解の前後に係らず、アナリストより最も強気のレーティングを受けた銘柄は、S&P500 指数をアウトパフォームしたが、このことは、アナリストにより最低のレーティングを受けた銘柄も同じであった。というより、最低のレーティングを受けた銘柄が、最高のレーティングを受けた銘柄をアウトパフォームした。

なお、包括的和解の前も後も、S&P500 指数をアウトパフォームした銘柄のリスクは、平均よりも高かった。つまり少なくとも部分的には、ハイリスクをとったことが、ハイリターンにつながっていたことになる。

(2) 結論と提案

ボニ教授は、包括的和解の後、投資家がアナリストのレーティング変更に従来ほど反応しなくなったのは、投資家がアナリストの推奨に対して、より賢明な対応をしていることを示し、このことは、包括的和解の政策目的通りの効果が現れていると解釈できるかもしれないと指摘している。

しかし同時に、総じて見れば、包括的和解、そして 2002 年に導入された NYSE、NASDAQ による新たなアナリスト規制が、大手投資銀行の推奨のあり方や、アナリスト情報の投資家にとっての長期的価値を、顕著に変化させたとは言いがたい、と結論づけている。

とりわけ、投資家に対して過去からのレーティングの推移を示すことが要求されるようになったが、今回の分析で明らかになったように、パフォーマンスが良かったのは単にアナリストがハイリスクの銘柄を推奨しただけにすぎない面があること、またアナリストが最低にランクした銘柄の方が最高にランクした銘柄よりパフォーマンスが良かったことなどを考えると、こうしたアナリストのパフォーマンスの開示は、投資家に対して適切な情報を提供していることにはならない。

ボニ教授が、リテール投資家がアナリストの推奨の価値を判断する上で、より意味のある情報としては、例えば各社の強気の推奨銘柄のポートフォリオのパフォーマンスと弱気をつけた銘柄のポートフォリオのパフォーマンスを過去から示すこと、その場合リスク指標も示すことである。ボニ教授は、SEC や NASD が、各証券会社よりこれらの情報を集め、常時ウェブに掲示したらどうかと提案する。

日本への示唆

先述の通り、わが国でもファイナンシャル・ゲートキーパーに関し、米国と同様な議論が生じ、規制改革が進展した部分もある。今回のコンファレンスを踏まえて、わが国にとって示唆になる点を簡単にまとめると以下の通りとなろう¹¹。

まず全体を通じて言えることは、米国ではゲートキーパー問題への対応として、規制と並んで訴訟の役割が正面から議論されているのに対し、わが国では、法規制の改革や制度上の手当ての部分では、米国的要素を大きく取り入れる一方で、これまでのところ訴訟については大きな役割を果たす状況にはなかったということである。最近、団体訴権の導入論が活発化しているが、ゲートキーパー問題に限らず、米国的な訴訟社会には批判はあるものの、問題の抑止手段として一定の役割を担うことは、否定できないということであろう。と同時に、米国では訴訟の行き過ぎで、大手監査法人が破綻に至るような事態が生じることも真剣に懸念されていることは注意すべきであろう。

監査法人については、上記のように大手監査法人がこれ以上つぶれるような事態を避けなければならない、という主張が複数の論者から明確に語られたことがまず印象的であった。また設立後2年経った PCAOB が、必ずしもうまく機能していないという点は、PCAOB をある程度参考にしつつ、公認会計士・監査審査会 (CPAAOB) を設立した日本としても傾聴すべきであろう。

格付け機関については、日本はムーディーズ、S&P の duopoly 体制にはないが、格付け変更が企業の実態に遅れる問題や、指定格付け機関の格付けが各種の法規制に利用されている問題などが存在することは米国と同様である。米国では既に SEC の提案が出され、議会でも改革法案が審議されているが、わが国でも議論を進めるべきであろう。

アナリストについては、米国において、包括的和解などアナリストのあり方に厳しい規制が導入されたものの、投資家にとって必ずしも望ましい効果が得られていないということは、相当程度、米国に準拠したアナリスト規制を導入したわが国としても無視できない。しかしまだ十分効果が発揮されるまでに時間がかかっているだけかもしれない、制度見直しには慎重な判断が必要であろう。ただ一つ学ぶべきことは、ボニ教授の発表にも典型的なように、米国において、証券制度変更の効果について、各種の学術的分析が活発に実施されていることである。わが国においても、各種デー

¹¹ ファイナンシャル・ゲートキーパーへの規制の一般的議論と日本のファイナンシャル・ゲートキーパー規制の問題点については、淵田康之「ファイナンシャル・ゲートキーパー規制の論理と日本の課題」『資本市場クォーターリー』2005年秋号参照。

タの利用可能性が高まり、証券市場改革に関する理論的考察と実証分析の高度化が進むことが望まれる。