

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

淵田 康之

要 約

1. 監査法人、格付け機関、アナリストといったファイナンシャル・ゲートキーパーのあり方が、近年、日米共に問題視され、両国において一定の規制改革が進展した。両国の規制改革の内容は似通った部分もあるが、差異もある。
2. ファイナンシャル・ゲートキーパーの情報が、どの程度証券取引に影響するかという点、またどの程度、主観性、不確実性が高いかという点が、当該ファイナンシャル・ゲートキーパーに対する規制の必要度合いを左右すると考えられる。この観点からすると、格付け機関については、日米共に適切な規制が必要と考えられる。また、わが国のアナリスト規制が、米国ほど厳格ではない事は妥当と考えられる。監査法人規制は、日米で相違する必然性はなく、より米国の姿に近づけていくことが考えられる。
3. ファイナンシャル・ゲートキーパーのアベイラビリティや競争、利益相反の防止の手段のあり方も重要な論点である。わが国の会計士数が少ない点、監査法人の監査報酬が米国に比べて低い点は問題である。利益相反の防止のため、業務の自由度を制約することはアベイラビリティの問題を悪化させるおそれがある。
4. バブル崩壊後のわが国の経験を踏まえると、誰がファイナンシャル・ゲートキーパーを規制するかも重要な論点である。中立性、専門性、安定した財務的基盤が確保された規制機関の確立が望ましい。

I. 日米におけるファイナンシャル・ゲートキーパー改革の背景

1. ファイナンシャル・ゲートキーパー問題が浮上した契機

監査法人、アナリスト、格付け機関は、投資家と投資商品の間に位置し、投資家に対して投資意思決定に関わる情報を提供するファイナンシャル・ゲートキーパーとして重要な役割を果たす。このファイナンシャル・ゲートキーパーにおいて利益相反等、不適切な行

動が生じる場合、投資家の投資意思決定は歪められ、投資家保護の実現に支障を来す。

しかし、投資家保護を目的とする証券行政においては、伝統的に企業情報の開示、証券会社や投信会社、投資顧問会社、証券取引所、あるいは証券詐欺等については直接的な規制や取締りが行われてきたのに対し、ファイナンシャル・ゲートキーパーの行動に対して監督当局が直接的な規制や取締りを行うことは目立たなかった。

こうした消極的な姿勢は、米国ではエンロン事件以降、見直しを迫られた。すなわち、

監査法人については、エンロンの会計不正を察知するどころか、不正の手助けをしていたのではないか、という批判が生じた。特に、アンダーセンが監査報酬を上回るコンサルティング報酬を受けていたことから、会計監査の厳格性を追求することよりもコンサルティング・ビジネスの方が優先されていたのではないか、という指摘がされた。

また、格付け機関については、エンロンの破綻の直前まで格付け機関が投資適格の格付けをしていたことが、批判が活発化する発端となった。格付け機関の経営が、格付け先の企業からの格付け手数料収入に大きく依存していることが、タイムリーに的確な格付けを行う上での障害になっている可能性も指摘された。

投資銀行に所属するアナリストについては、投資銀行部門におけるビジネスを獲得するために、アナリストが（潜在的）顧客企業に関して、本音の評価よりも肯定的な内容にバイアスのかかったレポートを書くことが明示的ないし暗黙のうちに要請されているというケースが指摘された。アナリストが投資銀行部門の業績に関連付けられた報酬を得る仕組みになっていることが、こうした傾向を助長したとされた。アナリストの評価を信用してこれら企業の株を購入した投資家は、その後の株価下落で大きな損失を被った。

2. わが国におけるファイナンシャル・ゲートキーパー問題

日本においても近年、監査法人、格付け機関、アナリストのあり方に関する関心が高まり、これらの業務に関する規制改革も進展している。この背景は3つある。第一に、わが国ではバブル崩壊後、大手企業の破綻が生じたが、監査法人、格付け機関、アナリストが、これに対して投資家に事前に十分な警告を発することができず、ファイナンシャル・ゲートキーパーとしての役割を果たせなかったの

はないか、という点が問題になったこと、第二に米国のエンロン事件以降の議論が日本にも及んだこと、そして第三に日本でも最近、大型の会計不正が相次いで表面化したこと、である。

米国におけるエンロン事件とその後の改革も、後述するようにわが国に取り入れられつつあるが、これは単に米国で問題となり改革が進んだからというだけではなく、わが国の中にファイナンシャル・ゲートキーパーに関する改革を進める契機があった点に注意すべきである。

第一の不良債権問題と証券市場の低迷が契機になったと言う点については、バブルの崩壊過程では、大手企業を含む企業の破綻が生じたが、こうした企業のリスクが事前に財務諸表に十分反映され、監査法人が指摘していたかどうか、またアナリストや格付け機関が、投資家に十分な警告を発することができていたかどうか、問われた。

また銀行が不良債権額を過小評価したり、自己資本比率を実態より高く見せようとしているのではないか、という議論も生じた。そこで、銀行に対して監査法人が厳格な監査を行っているのかが問われたのである。さらに、銀行および監査法人を監督する立場にある金融庁の行政も問われた。

もっとも 1990 年代末以降、こうした日本特有の事情に基づいて、ファイナンシャル・ゲートキーパー改革論が議論されてはいたが、具体的な改革がすぐに導入されるほどの盛り上がりは見せなかった。この状況が大きく変化した契機は、エンロン事件後の米国で議論が進んだことである。これは、米国で問題となったようなことが日本で起きてこなかったというわけではなく、むしろ程度や性格の差はあれ、ファイナンシャル・ゲートキーパーに関わる問題がしばしば起きてきたにも関わらず、ファイナンシャル・ゲートキーパーにフォーカスした改革は、それほど差し迫った

重大な課題とは認識されていなかったが故に、エンロン後の米国の大幅な規制改革が、日本にとっては大きな刺激となり、日本における改革実現を促したと言える。

さらに、2004年10月、東証一部上場の大企業であった西武鉄道の有価証券報告書虚偽記載問題が表面化したこと、及びやはり東証一部上場の大企業であったカネボウにおいて、前経営陣の下で大規模な粉飾決算が行われていたことが表面化したことで、内部統制の強化、ガバナンスの強化、会計監査の強化に向けた改革が加速しており、エンロン後の米国の姿に一段と近づく方向で、さらなる改革が進展しているところである。

3. 本稿の目的

本稿では詳述しないが、監査法人を監視する機関の設立、監査担当者のローテーション制の導入、セルサイド・アナリストの投資銀行業務への関与の禁止など、近年における日米のファイナンシャル・ゲートキーパー改革の内容は相当程度似通っている。しかし一定の差異がある部分もあり、その差異が妥当なものかどうかの検討が必要である。その点を考える上では、制度改革後の日米のパフォーマンスを検討するというアプローチと、そもそもファイナンシャル・ゲートキーパー規制のあるべき姿とは何か、という点を明確にしたうえで、それに照らして日米の差異の妥当性を評価するというアプローチが考えられる。

前者のアプローチは、制度改革からまだ年月を経していないため、十分な検討は困難な面がある¹。そこで、ここでは、後者のアプローチを試みてみた。

II. ファイナンシャル・ゲートキーパー規制の必要性

1. 一様ではないファイナンシャル・ゲートキーパー規制のレベル

ファイナンシャル・ゲートキーパー規制のあるべき姿を考える場合、一つの示唆を与えてくれるのは、現状の議論で、ファイナンシャル・ゲートキーパーが一括りで考えられているのではなく、ファイナンシャル・ゲートキーパーのタイプによって、異なる規制が導入されたり、導入が検討されているという点である。特段の規制が導入されていないゲートキーパーも存在する

以下ではファイナンシャル・ゲートキーパーの種類によって、なぜ規制の差が生じているかを分析することにより、ファイナンシャル・ゲートキーパーの必要性に影響を与えるファクターを抽出してみる。

現状、米国の場合、監査法人、格付け機関、そしてアナリストに対する規制環境を比較すると、監査法人が最も厳格に規制がなされていると言えよう。監査法人に対しては専門の監督機関ができ、独立性の維持や利益相反の回避のための条項が、法規制に明確に導入されている。

格付け機関は、その格付けが各種規制で利用される認定格付け機関（NRSRO：Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）になるためにはSECのノーアクション・レターを受けなければならないこと以外は、特別な規制は課されていない。

セルサイド・アナリストは、彼らの監督に特化した特別な監督機関があるわけでもないことにも示されるように、監査法人に対するほどの規制は課されていない。一方、格付け機関が明確な規制監督を受けていない点に比べれば、セルサイド・アナリストはより厳しく規制されている。実際にはセルサイド・アナリストに対する規制というよりも、証券会

社がアナリストをどう扱うかが、既存の証券会社規制の一環として規制されているのである。従って、バイサイド・アナリストや独立系アナリストを規制しようという声は、現在の議論において見当たらない。

2. 規制の必要性に関与する要素

ここではまず監査法人と独立系アナリスト及びバイサイド・アナリストの二つに注目し、なぜ前者は規制され、後者には規制がないかを考えてみる。以下に示すように二つの要素によってこの差が説明できるのではないかと考えられる。一つは、これらのゲートキーパーの情報が証券取引にどの程度影響をもたらすかである。もう一つは、これらのゲートキーパーの情報がどの程度確実性、客観性の高いものであるかということである。

まず証券取引への影響という点では、監査法人が証券取引に大きな影響をもたらすことは言うまでもない。監査法人が企業の財務諸表を監査することで、証券取引行政の中核である企業情報開示の信頼性が確保される。この監査済みの情報開示がすべての証券取引において基本情報として利用されるものとなっている。また一企業の監査意見を複数の監査法人が発表することはなく、一社の監査結果が証券取引を大きく左右する。これに対して、独立系アナリストやバイサイド・アナリストの情報は、使う人も一部にいるという程度で、証券取引への影響度ははるかに低い。

一方、情報の確実性、客観性の高さという点では、監査法人の情報は、一定の基準によって導かれたものであり、本来、どの監査法人が行っても同様な結果となることが期待されている。すなわち確実性、客観性の高い情報である必要がある。これに対して、独立系アナリストやバイサイド・アナリストの情報は、様々な予想から成り立っており、確実ではありえないし、主観性の高いものである。むしろ様々な意見があるからこそ投資家に

としては参考になるのである。

この証券取引への影響度と、情報の確実性、客観性という二つの変数は、ファイナンシャル・ゲートキーパーに対する規制を考える場合に重要となる二つの根本的な価値に関わるものである。一つは、投資家保護の重要性であり、もう一つは情報の自由の重要性である。

投資家保護を強調する場合は、証券取引そのものや、それに直接関与するものだけを規制しても不十分であり、投資家が投資意思決定に利用する情報のあり方も規制しなければならず、従って、ファイナンシャル・ゲートキーパーについても規制が必要という考え方が成り立つ。

一方、投資家に情報を提供すること、あるいは投資家が情報を受け取ることには、殊更に介入を避けるべきという考え方もあろう。市場の効率性は、市場があらゆる情報を取り込んで価格形成を行うことによって、最大限発揮されるのであり、情報の流れをコントロールすべきではないという立場である。

投資意思決定のためのあらゆる情報提供行為を規制しようとするのが、非現実的であるという事情もある。というのも、こうした行為は様々なレベルで数限りなく行われており、極めてありふれた日常的な経済活動だからである。これらの活動を行う者を全て登録させるわけにはいかない。

もしあるタイプのファイナンシャル・ゲートキーパーの情報が証券取引に非常に密接につながるのであれば、証券取引そのものを規制している以上、それに密接につながる情報提供のあり方に対する規制の必要性も高まろう。

また、あるタイプのファイナンシャル・ゲートキーパーの情報が、概して確実性、客観性の高い性格のものであり、そのファイナンシャル・ゲートキーパーが一定レベルのプロでありさえすれば、誰が提供するかによって提供される情報の内容が大きく相違するという事は通常あまりない、という場合は、

こうしたファイナンシャル・ゲートキーパーに対して追加的に規制をかけることによって、情報提供の自由の価値が損なわれるリスクは小さくなる。情報の性格上、確実性、客観性が高いため、情報の多様性が小さく、また多様であること自体が期待されないためである。

3. 規制度合いの差の説明—格付け機関の現状は説明困難

以上に試みた二つの変数を用いた監査法人とアナリストの規制度合いの相違の説明を、他のファイナンシャル・ゲートキーパーにも応用してみたのが図表1である。

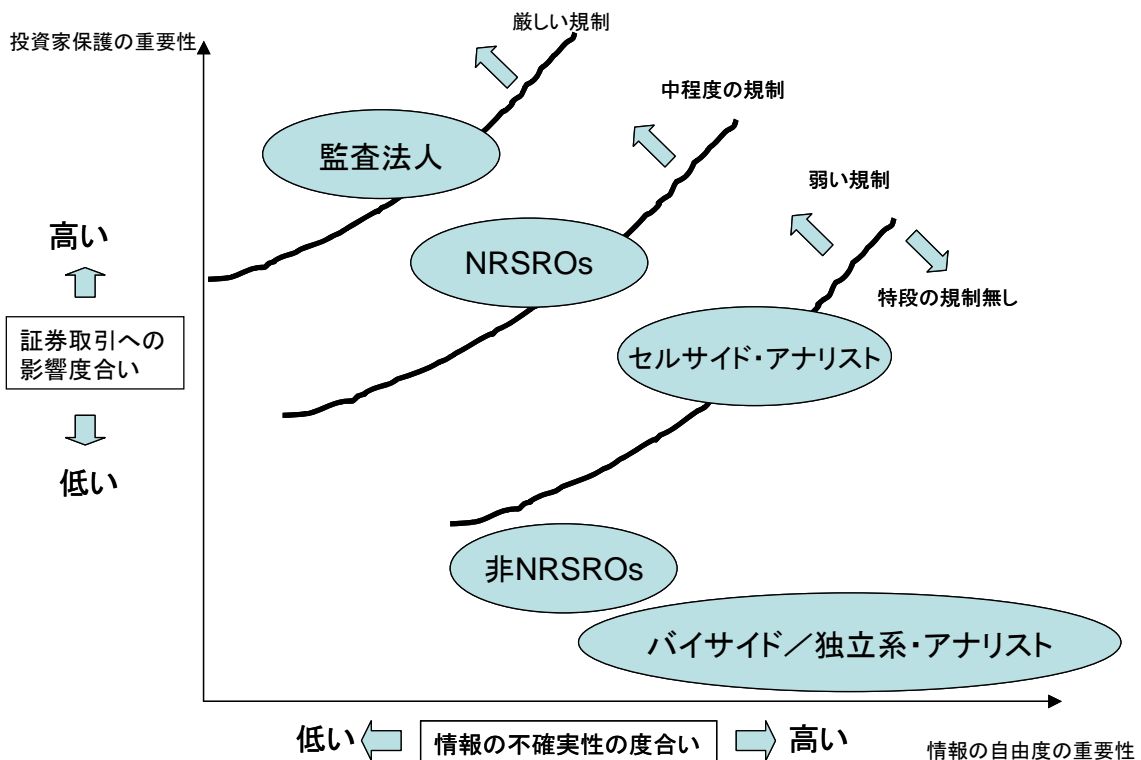
まず、セルサイド・アナリストが、独立系アナリスト、バイサイド・アナリストよりも規制されているのは、理解しやすい。情報の不確実性ということでは、セルサイド・アナリストは、独立系等と変わらない。しかし、証券取引への影響という点では、証券業者によって雇用され、証券取引に寄与することを

期待されているセルサイド・アナリストの情報の方が、大きなものである。

格付け機関の図表1における位置づけは説明が必要であろう。NRSROによる格付けは、さまざまな証券取引に関係する規制に利用されており、証券取引に密接にリンクする情報といえる。また投資家にとっては、フィックス・インカム証券の投資意思決定を行う時、NRSROによる格付けに代替しうるような重要度の高い情報はあまりない。セルサイド・アナリストの情報の場合、多数の研究情報が利用可能なのであり、一社のアナリストの情報の影響度は相対的に小さい。従って、証券取引への影響力の大きさという観点から、格付け機関はセルサイド・アナリスト以上に規制されてもおかしくない。一方、NRSRO以外の格付け機関は、NRSROよりも証券取引への影響度は小さいため、独立系アナリスト同様、規制を課す必要性は小さい。

不確実性ないし主観性という観点から格付

図表1 ファイナンシャル・ゲートキーパー規制の必要度合い



(出所)野村資本市場研究所

け情報を考えると、格付け情報は、会計情報よりも不確実性や主観性は高いといえる。しかし、株式アナリストの情報に比べれば、不確実性や主観性は、やや小さいと言えよう。なぜならば、株式アナリストは株価のレベルまで問われるが、格付け情報は、信用リスクのみにフォーカスしている。また通常、もっとも注視されるのは、投資適格かどうかという点であり、この点については、株式アナリストの株価予想ほど、格付け機関の間で判断に大きなばらつきは生じないのが一般的であるからである。このように格付け機関の情報は、株式アナリストの情報に比べれば、多様性は期待されていないのであり、株式アナリストに対するほど、情報提供の自由度に対する配慮は重要とはいえない。

以上より、図表1における格付け機関の位置が導かれる。いうまでもなく、現実には、格付け機関に対する規制は、ほとんど無いに等しく、セルサイド・アナリストの方がより規制されているのである。理屈と現実の差は、監査法人、格付け機関、セルサイド・アナリストに関して、実際に生じた問題の大きさの違いによって説明できるだろう。

近年の企業スキャンダルにおいては、監査法人とセルサイド・アナリストが不正に実際に関与し、訴追されている。これに対して、格付け機関については、格付け変更の遅れは批判されたものの、不正への実際に関与は報告されていない。また、監査法人もセルサイド・アナリストを利用する証券会社も、もともと規制対象であったため、近年の問題に対しては、従来の規制の枠組みを変えればよいのであり、そもそも規制すべきかどうか、といったレベルの問題に比べて、扱いやすい。しかし、格付け機関は、現状、規制されていないため、規制の必要性をゼロから議論するところからはじめなければならず、規制の導入には困難を伴う。

しかし、深刻な問題が起きていないからと

いって、今後、NRSRO に対して正式な規制が必要ないとはいえない。NRSRO の格付けが証券取引に非常に影響のある情報を提供しているためである。もし NRSRO のような仕組みが無く、格付け情報が規制上これほど利用されていないならば、その影響力は限定的となり、規制の必要性は減少しよう。

もっとも、現実のトレンドは、バーゼルⅡに見られるように格付け情報をより規制上も利用しようということである。とすれば、必ずしも証券規制の一環である必要はないが、格付け機関を規制していく必要性はむしろ高まっていく方向にあると言えるのではないだろうか。

4. 日米の規制度合いの差の妥当性

以上、格付け機関を除けば、現状のファイナンシャル・ゲートキーパー規制の強弱が、二つの要素によって説明しうることを示した。そこで、同じ枠組で、日米におけるファイナンシャル・ゲートキーパーの規制度合いの妥当性について検討してみよう。

格付け機関については、わが国も NRSRO に相当する指定格付け機関の制度を導入している。また米国でエンロンの破綻が生じる前にマイカルの破綻を経験しているが、マイカルでもエンロン同様、格付け変更の遅れが指摘された。わが国の場合、格付け機関の2社複占が批判される米国に比べて、日系、外資系がそれぞれ複数社ある分、問題は少ないかもしれないが、バブル崩壊の時においては、日系の格付けが甘すぎるといった点が指摘される一方、昨今では、図表2に示すように外資系による格上げラッシュが生じている²。こうした格付け機関の行動のあり方は、米国同様問われてしかるべきであろう。

日本において、セルサイド・アナリストに対する規制が自主規制に留まっており、包括的和解に示されるような厳格な措置が導入された米国に比べて緩い。このことは、わが国

図表 2 急増した外資系格付け会社による日本企業の格上げ

	格上げ件数				格下げ件数			
	JCR	R&I	S&P	Moody's	JCR	R&I	S&P	Moody's
2003年 下半期	16	5	28	12	13	20	7	5
2004年 上半期	20	20	29	19	24	17	11	0
2004年 下半期	59	41	79	128	8	18	22	0
2005年 上半期	49	78	131	60	22	8	7	1

(注) 各種の債務格付け、会社格付けの変更件数の全体。見通しの評価変更等は含まない。

(出所) 野村証券資料より野村資本市場研究所作成。

のアナリストが、とりわけネットバブル期におけるような米国のアナリストほど、証券取引に大きな影響を与えなかったことから妥当と考えられる。すなわち、日本では米国ほど一般投資家に対するカリスマ的な位置づけのアナリストがいなかったこと、投資銀行業務への関与が米国ほど大きくなかったこと、また、日本では、通常、企業が業績予想を開示するため、企業から情報を得ながら投資家に業績情報を伝達していくという米国のセルサイド・アナリストの役割は担っていないことなどが指摘できる。

日米の監査法人規制の差異についてはどうであろうか。米国の PCAOB は監査法人を直接監督しているが、わが国の公認会計士・監査審査会 (CPA AOB) は、監査法人を直接監督するのではなく、自主規制機関である日本公認会計士協会による監視をチェックするという役割である。また会計士の任期も最長7年と、米国の5年に比べて長い。わが国でも米国でも監査法人の情報の証券取引における重要度は同じはずであり、このよう日米で規制上の差が生じるのは説明しにくい。昨今、日本において大手監査法人の会計士が逮捕されるようなスキャンダルも生じており、日本の監査法人に対する規制を米国を参考に強化していくことが考えられよう。

Ⅲ. ファイナンシャルゲートキーパーは、 いかに規制されるべきか (1) —競争とアベイラビリティ

1. 競争とアベイラビリティ向上の重要性

前節では、ファイナンシャル・ゲートキーパーのタイプによって規制の必要性がどの程度異なるかについて議論した。次に、規制の必要があるとしても、どのように規制されるべきなのか、という点について議論したい。

ファイナンシャル・ゲートキーパー規制の最適な形態を考える上で、ここでは、二つの問題に焦点を当てることとする。一つは、競争とアベイラビリティの向上という観点、もう一つは、利益相反防止の手段という観点である。

一般に通常のサービスであれば、市場メカニズムを通じてサービスの量、すなわち最適なサービス提供者の数とサービスの価格が決定される。しかし、一部のファイナンシャル・ゲートキーパーにおいては、参入規制などの規制が課せられている。従って、ファイナンシャル・ゲートキーパーの提供者の数は、市場原理では定まらず、規制のかけかたによっては、過少供給となっている可能性がある。

もし、あるタイプのファイナンシャル・ゲートキーパーにおいて、業者のアベイラビリティが限定されており、従って業者間の競争も限定されている時は、その証券取引への影響は高まる。また一業者における問題がもたらす被害は、業者数が少ないほど大きくなる。この点だけからすれば、アベイラビリティや競争が限定されているファイナンシャル・ゲートキーパーの場合、より規制を強化すべきということになる。しかし、規制の強化の仕方によっては、さらに業者数が減り、問題が悪化する結果に陥るおそれもある。

逆に、業者のアベイラビリティが十分あり、競争も活発であるならば、潜在的な問題は、市場規律を通じて軽減されることが期待される。

以上より、あるタイプのファイナンシャル・ゲートキーパーへの規制が必要である場合も、その規制が業者のアベイラビリティや競争を減少させないよう配慮することが最低限必要であり、むしろアベイラビリティや競争を積極的に拡大する方向の政策を導くべきと言える。

2. わが国の監査法人のアベイラビリティの問題

わが国の場合、銀行中心の金融から市場を重視した金融への移行が目指されているが、市場型金融のインフラの一つと言える会計士の不足の問題が浮上している。現状、公認会計士の数が1万5000人強（公認会計士協会会員）と、33万人以上（AICPA会員）いる米国に比べて著しく少なく、この増大が目指されている³。会計士は国家資格であり、国家試験の合格者の数が国によってコントロールされている。短期に多量の合格者を出すことは質の低下を招くことが懸念され、短期間での問題解決は困難かもしれない。

監査法人も寡占化が進んでおり、アベイラビリティの問題がある。わが国の監査法人では非監査業務からの収入の依存は米国ほど大きくなかったが、図表3に示すようにもともと監査報酬が米国と比べて桁違いに低く、そうした中で非監査業務への規制が強化されたこと、監査法人の責任はより重いものになったこと、このため、監査法人の経営環境は厳し

図表3 日米の企業規模別監査報酬比較

資産規模 (億ドル)		企業数 (社)	総資産 (百万ドル)	監査報酬 (百万ドル)	その他報酬 (百万ドル)
1~10	日本	739	490.93	0.1995	0.0108
	アメリカ	419	519.81	1.0568	0.3018
10~100	日本	482	2873.47	0.3495	0.0408
	アメリカ	640	3381.99	2.6250	0.8679
100~1000	日本	103	24971.65	1.7442	0.5706
	アメリカ	224	27028.52	7.8038	2.7660

(注) 日本企業は、東証1部に上場する企業のうち、2005年8月時点で最新の有価証券報告書から、監査報酬データが入手可能な企業1344社のデータをもとに作成。米国企業はNYSEに上場する企業のうち、2005年8月時点で最新のproxy statementより監査報酬データが入手可能な企業1327社のデータをもとに作成。サンプル企業を総資産の規模に従って分割し、規模ごとに総資産、監査報酬、その他報酬の平均値を計算した。集計から除外された総資産1億ドル未満の企業数は日本企業17社、米国企業6社、また総資産1000億ドル以上の企業は日本企業3社、米国企業38社である。

(出所) 野村資本市場研究所

くなっている。さらに標準監査報酬の廃止で、監査報酬は低下圧力が高まっている。また既に国内の有力監査法人は、米国の大手監査法人と提携関係にあるが、米国の監査法人の寡占化も、国内における大手監査法人の寡占化につながっている。

良質な監査を受けることの価値が企業に正しく理解され、またその価値に見合う報酬が監査法人に支払われなければ、監査サービスの過小供給が生じる恐れがある。日米とも監査法人に対する規制強化が進む方向にあり、監査法人の経営環境はますます厳しくなっている。最近の制度変更が、監査法人のアベイラビリティに与える影響を今後注意深く見極めていく必要がある。

3. 格付け機関やアナリストのアベイラビリティ

一方、ゲートキーパーであっても、格付け機関やアナリストにおいては、それぞれ規制対象となっている者（NRSRO やセルサイド・アナリスト）と、規制対象となっていない者が共存する産業となっている。規制対象となっていないタイプの者については、通常財・サービス同様、市場原理に委ねていくのが原則であろう。これに対して、規制対象となっているセルサイドのアナリストやNRSRO においては、アベイラビリティや競争という観点から規制の内容を検討する必要がある。

まず格付け機関については、現行のNRSRO や同様の仕組みであるわが国の指定格付け機関という仕組みは、競争抑制的な効果を持っており、見直す必要がある。この仕組みが放棄され、諸規制における格付けの利用が無くなれば、証券取引における格付け機関の影響は現状より低下し、また競争の活発化による市場規律の発揮も期待されることから、格付け機関に対する規制の必要性自体が低下することが見込まれる。

米国では、包括的和解において、セルサイド・アナリストをペナライズしつつ、和解に参加した証券会社に対して独立系リサーチの採用を強制し、また罰金を原資に独立系リサーチを支援するなど、意図的な独立系リサーチ振興策を展開している。アナリスト業者のアベイラビリティと競争という観点から見れば、このポリシーミックスは、セルサイド・アナリストが過剰供給となっており、またこれまで市場原理に任されてきた独立系アナリストの供給量が過少供給にあり、介入政策が必要である、と判断されたことを意味する。

世界最大の資本市場である米国においても、独立系リサーチの振興のための政策的介入が必要とすれば、市場規模がより小さく、また市場の発展度合いも大きくない日本のような市場では、米国以上に積極的な独立系リサーチ振興がとられなければ、セルサイド・アナリストが支配的である状態は変化しにくいと思われる。しかし実際のところ、米国以外の国も積極的な独立系リサーチ振興政策を展開すべきなのは、セルサイド・リサーチの弊害の大きさや、投資意思決定において独立系リサーチが有意に優れているといった点の検証を踏まえる必要がある。

IV. ファイナンシャル・ゲートキーパーはいかに規制されるべきか（2）

ー利益相反問題

ファイナンシャル・ゲートキーパー改革の一つの柱は、利益相反の防止であった。利益相反は、ほとんどのファイナンシャル・ゲートキーパーに内在するものである。というのも、彼らにとって情報の提供先から料金を徴収することは困難であり、さまざまな収入源に依存せざるをえないからである。すなわち監査法人は、監査対象からの監査報酬やその他のサービスのフィー収入に依存し、格付け

機関は、格付け対象の企業からフィーをもらい、セルサイド・アナリストは、ブローカレッジ・フィーやインベストメント・バンキング・ビジネスからのフィーに依存せざるをえなかった。

既述の通り、日米共に、最近の規制改革を通じ、利益相反防止のための規制が強化されている。すなわち監査法人については、非監査業務の同時提供が制約され、セルサイド・アナリストについては、投資銀行部門の業務に関わることが禁止された。格付け機関については、企業からの格付け手数料に大きく依存していることが、格付け判断に歪みをもたらす可能性が指摘され続けている。

利益相反がファイナンシャル・ゲートキーパーが下す判断や投資家向けに提供される情報に歪みをもたらすことは防ぐ必要があるが、そのための手段としてどういう形態が適切かについては、様々な議論があろう。なぜならば、利益相反を防ぐべきことは当然としても、利益相反行為を禁止すれば良いのであり、利益相反行為につながる可能性があるという理由で、業務の自由度を大きく狭める必要は本来ないはずだからである。

金融関連の規制全般を見ると、利益相反問題については、厳格化と寛容化の両方の動きが確認できる。ファイナンシャル・ゲートキーパー分野については、利益相反の可能性のある業務からの隔離を強化する方向がとられているが、同様の組織的隔離の議論があるのは、証券取引所の自主規制機能である。一方、銀行の証券業務については、グラス・ステイガル法で禁止されたものが、一部は本体、その他は兄弟会社や子会社に証券会社を持つことで行えるようになり、ファイアー・ウォールも大幅に緩和されている。

ベンストンらは、米国で監査法人が非監査業務を行うことを禁止したことに批判的である⁴。同様に、証券会社のアナリストの投資銀行業務への関与を米日のように厳格に禁止

する必要があるのかどうかは、議論の余地があろう。実際、欧州では、EU委員会が設置した専門家グループの提案では、アナリストが投資銀行部門の提案活動に参加することを禁止する必要はないとされた⁵。アナリストが投資銀行部門の業務に関与している間は投資推奨を發表しない、といった社内管理態勢が整備されていれば足りるという考えである。

格付け機関については、企業からの格付け手数料に依存した収益構造を批判する声はあっても、それ故、主として情報購読料で運営されている格付け機関を優先して利用するという動きは見られないし、格付け手数料に依存することを禁止すべきという議論も無い。このことも、利益相反の生ずる可能性を根絶やしにしようといったアプローチが最適ではないことを示唆する例と言える。

特にファイナンシャル・ゲートキーパー業務の中でもアベイラビリティが懸念される分野については、形式的な業務の隔離を強化するよりも、ある程度の業務の自由度を認めつつ、利益相反が実際に生じていないかどうかの監視の仕組みを強化するというアプローチも考えられると思われる。

V. 誰がファイナンシャル・ゲートキーパーを規制すべきか

1. わが国の教訓—中立性、専門性、財務基盤の重要性

以上、ファイナンシャル・ゲートキーパーの形態によって、規制の必要性が変化してしるべきであること、また規制の内容を考える上での留意点を議論したが、最後に誰が規制すべきかという論点を考えたい。ファイナンシャル・ゲートキーパーは、投資家の投資意思決定に有用な情報を提供することが期待されている以上、規制者としては、投資家の立場に立って、ファイナンシャル・ゲートキーパーの行動を規制する主体が必要である。

しかしわが国の経験が示すことは、規制当局が投資家の利害とは異なる利害を持って行動するケースがあるという現実である。例えば政府は、国債の発行体としてその円滑な消化を望んでいるかもしれないし、民営化途上の国営企業の株の所有者や売出者として株式市場の上昇を望んでいるかもしれない、あるいは銀行規制当局として銀行システムがパニックに陥らないように銀行のバランスシートの実態をタイムリーに情報開示することを躊躇する存在であるかもしれない。こうした意図を持つ政府部門と金融当局が一体ないし、密接に関わっていれば、真に投資家の立場に立った行政は困難である。また、金融当局に対する政治的介入も当局の判断を歪ませる。

わが国には、山一証券の破綻後、1997年12月に銀行保有の株式の評価において原価法の採用が認められたり、1998年3月には企業や金融機関が保有する事業用資産の時価評価を認める土地再評価法が成立するなど、露骨な会計操作を国が主導してきたとも言える歴史がある。もちろん投資家保護行政に対する政治的介入の問題は、ストック・オプションの費用化の議論にも見られるように、米国のSECにおいても無縁とは言えないと考えられる。

中立性に加えて、専門性を有すること、安定的な財務的基盤を持っていることも、規制機関として重要であることは言うまでも無い。

2. 監査法人の規制者

米国においては、ライタンらも指摘するように、PCAOBというSEC監視下の新組織を作らなくても、SEC自身が中立的な立場で、かつ財務的基盤も安定した形で、監査法人の監視業務を担い、またFASBが中立的な会計基準設定業務を行う環境を十分確保できたかもしれない⁶。これに対してわが国の場合、CPAAOBは、会長、委員が、国会同意の上、内閣総理大臣によって任命され、独立して職

権を行使する、とされるものの、金融庁内の組織であり税金で運営されている結果、金融庁の他の政策目標の影響を受けたり、政治の影響を受けたりする可能性が懸念される。

また専門性という点では、PCAOBは、監査法人を監督する機関として、会計や監査の実務の専門家を排除した分、専門性が犠牲になったとして批判されている⁷。この点は、わが国においても、CPAAOBの委員に公認会計士協会会長が入ったことが問題視されたことに示されるように、米国同様、専門性が犠牲になっている面が指摘できるかもしれない。

財務基盤という点では、PCAOBを通じて会計基準設定団体のファイナンスが行われる米国と異なり、わが国における会計基準設定団体であるFASFは、主として会員の会費で運営されている。上場企業でも参加しない企業もあり、財政的には余裕の無い状態が続いている点も問題である。

3. 格付け機関、アナリストの規制者

わが国では、規制における格付けの利用は適債基準、すなわち社債の発行をコントロールする目的で始まった。これは投資家保護を目的とした規制というよりも、銀行を中心とする金融システムの秩序を混乱させないことを目的としていた面が強い。日本の格付けがこうした当初の目的から、純粋に投資家向けの「意見」になるにつれ、本来、格付けを制度に組み込むことをやめ、規制対象としないという発想も考えられる。しかし米国でも既に多くの法規制に利用されたNRSROの仕組みを廃止するのは困難であると言われている。わが国でも指定格付け制度を残し、規制上利用し続けて行くとすれば、当局が投資家保護という観点を明確に掲げて格付け機関を監督していくのが当然と考えられる。

アナリスト規制は、日本では証券業協会による自主規制を基本とするが、セルサイド・

アナリストのあり方については、金融庁が証券会社に直接的に介入したケースがある⁸。このケースは、金融庁が投資家保護を目的として行ったというよりも、銀行株の下落につながる動きにセンシティブになっていたことを背景としていた、という見方もある。このケースも、ファイナンシャル・ゲートキーパー規制をエンフォースする機関は、どういった要件を兼ね備えているべきかについて示唆を与えてくれる。

4. 展望

理想を言えば、通貨価値の安定をミッションとする中央銀行が法的にも独立性を保証された形で設立されているように、投資家保護をミッションとする機関も、政治や他の行政目的からの独立性が確保され、専門性が高く、財務的にも不安がない、権威ある機関であることが望まれよう。

しかしその場合も、他の様々な行政や国の目的とのコンフリクトが生じる可能性はある。言うまでも無く、誰がファイナンシャル・ゲートキーパーを監督するかの問題は、金融証券市場の規制構造全体のあり方を考える中で決められるべき問題であり、本格的な考察は、本稿の次元を超える課題と言える。

また本稿では、規制のあり方を中心に議論したが、米国では、ファイナンシャル・ゲートキーパーの問題を抑止する機能を持つ訴訟のあり方についての議論の方がより活発に展開されている観がある⁹。すなわち監査法人については、不正会計に関する訴訟に晒されることが多くなり、和解金額も巨額化しつつあることが、大手監査法人の存続を危うくすることが懸念されている。一方、格付け機関については、格付けは「意見」であり憲法の表現の自由で保護されている、という主張を盾に、訴訟に晒されていないのは問題である、という意見がある。

わが国においては、監査法人に対する訴訟

が散見されるようになったが、まだ限定的であり、ファイナンシャル・ゲートキーパー問題を考える上で、訴訟の位置づけを明確に議論する以前の段階にあると思われる。

しかしわが国でも、ルールの実効性の確保を図って行く上で、クラスアクション制度や団体訴権の導入等の主張がなされていることを踏まえると¹⁰、米国における経験や議論についても注目する必要性が高まってきていると言えよう。

¹ もっとも、2005年9月28日に開催されたブルッキングズ・野村-資本市場コンファレンスにおいては、米国側よりSOX以降の制度改革に対する評価が示された。またわが国では、カネボウ粉飾決算問題を受け、2003年に改正された公認監査法人法の見直し論が活発化していることは周知の通りである。淵田康之「問われるファイナンシャル・ゲートキーパーのあり方」『資本市場クォーターリー』2005年秋号参照。

² 図表2及び3に関するデータ分析においては、井上智夫成蹊大学教授のご協力を得た。

³ 金融審議会公認会計士制度部会の報告書「公認会計士監査制度の充実・強化」（2002年12月17日）は、2018年までに公認会計士の数を5万人程度にすることを一つの目安として掲げている。しかし、これでは問題が15年先でも解決しないことを宣言しているに過ぎない。

⁴ Benston, George, Michael Bromwich, Robert Litan and Alfred Wagenhofer, *Following the Money*, AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, 2003

⁵ Recommendations from the Forum Group to the European Commission Services, "Financial Analysts: Best practices in an integrated European financial market", September 4, 2003

⁶ 前掲 Benston, et.al. 参照。

⁷ 前掲注1参照。

⁸ ING ベアリング東京支店の大和銀行に関するアナリスト・レポートに関連し「証券会社の行為規制等に関する内閣府令第4条第1号」違反として、同支店に対して業務改善命令が出された。

⁹ 前掲注1参照。

¹⁰ 国民生活審議会において、2006年度の消費者団体訴訟制度立法化に向けた議論が行われているところである。