アナリスト格付の絶対性と相対性—アメリカにおける事例を中心として—

北川 哲雄（青山学院大学）

2001年から2002年にかけてエンロン・ワールドコム事件が起こったときのアメリカ資本市場の深刻な問題を現わすキーワードの一つは「利益相反」であった。資本市場を構成する各プレーヤー、すなわち上場・公開企業、公認会計士（監査法人）、アナリスト、機関投資家において広範に「利益相反」問題を抱えることが明らかになったためである。とりわけ、問題となったのは監査法人とアナリストである。

アナリストの場合、具体的に問題とされたのは、アナリストの“投資意見”すなわち俗に言う、「buy」「hold」「sell」というアナリスト格付けが様々な圧力から歪んだものとなり、投資家からの信頼性が揺らいでしまったという点が多く識者によって指摘された。

揺らいでいるという所以は、アナリストの投資意見が常に強気(buy)であることと、その意見がどちらかと言えば、投資銀行部門との関係でバイアスがかかってしまっているのではないかという疑惑があること。さらに調査対象企業への配慮しているのではという恐れがあること、等が指摘された。この投資格付けの問題については、2002年以降の種々の規制改革において様々な提言が関係各機関によってなされてきた。

さて、「投資格付け」の問題が関係各機関において論議される過程において、「投資格付け」をアナリストが賦与するまでの論理一貫性が「所属する証券会社」によって担保されることが特にアナリストの自主規制機関であるアナリスト協会（現 CFAI）によって提唱されることとなった。

ウォールストリート主要各社は2002年末にはこれらの状況を受け、非常に洗練された「投資格付け」を導入するにいたった。ここで採られた方式は概ねアナリストのカバレッジ・ユニバースをベンチマークをとする「相対格付け」であった。

しかし、それもつかの間、ニューヨーク証券取引所あるいは一部の機関投資家からアナリストに要請されることになったのは「目標株価」の設定であった。ここにおいて、アナリストは、相対的な観点から対象銘柄の投資評価を行うだけでなく、目標株価を明確に顧客に示すことが求められることになったのである。折角、「相対格付け」で落ち着いたかに見えた格付け方法は、またアナリストに新たな困惑をもたらしているかのように思える。

本発表ではこのような経緯を踏まえ、2002年度あたりまでの自主規制機関による「投資格付け」ガイドラインの内容を先ず探求する。その上で、その後出てきた「絶対評価」要請の流れを受け、「投資格付け」の相対性と絶対性が両立し得るものなのか否かを検討する。そし

て、実際のアメリカ大手投資銀行による「投資格付け」システムの実例をみてることとする。そして、最後にこれらの「投資格付け」システムの変遷が、年金・投信運用を中心とする一般の機関投資家によるアナリスト評価にとっていかなる意味をもっているかについて検討してみることにする。