

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第四小委員会委員 北 川 哲 雄

私事にわたることで恐縮であるが今年の3月まで約14年間に在籍していた大学、正確には主として社会人向けのMBAコースにおいて「ファイナンシャル・レポーティング」という科目を担当していた。

企業の財務データ（有報、決算説明会資料、アニュアル・レポート）を基に企業特性をあぶりだし、その上で5年間の業績予想、すなわち財務諸表3表の予想を行った上で簡易DCFモデルを用いて妥当株価を算定してみるというものであった。いわばアナリストの真似事をするわけであるが、同時にその醍醐味を味わってほしいという目論見もあった。学生にとってなじみのあるコンビニエンスストア各社やビール各社を題材にして教材を作成したことを懐かしく思い出す。

この科目において学生が克服すべき壁は二つあった。第一の壁は、アナリストの見地から当該企業の財務特性をえぐり出すことである。実はそれは一見簡単なことのように思えて難しい。例えば、コンビニエンスストア企業の損益構造を把握するのは実は容易ではない。しかし、企業が出す様々な決算資料の中にそのヒントがある。それが醍醐味と言えは醍醐味である。そしてそれが分からなければ業績予想はできない。

第二の壁は、5期にわたる業績予想をベテラン・

ファンドマネジャーの質問に耐えられる程度に緻密に行うことである。このプロセスも慣れてくると学生自身楽しみながら分析を行っているように思える。

そして、妥当株価が、売上高の予測を起点として算定された将来キャッシュフローの現在価値によって算定される。投資意見は現在株価（投資家のコンセンサス）との比較で形成されることを学ぶことになる。

最近の論者の中には、当該企業の株価評価によってPBR 1倍を超える部分は非財務資本に対する投資家の評価であると説明する方もいる。この説は、五つの非財務資本と呼ばれる資本につき、市場参加者が精査し数値化することにより説明可能であるとの印象を抱かせる。

昨年出席したある企業が主宰するESG説明会において、「御社のこのESG活動は〇〇年度の利益にどれくらい貢献しますか」と真顔で聞いたアナリストがいた。悪夢を見ている気がしたことを思い起こす。しかし、企業側が前述の説が有意味とするならば、そのアナリストに何かヒントとなる数値を与えなければならないのかもしれない。

既に発売された環境機器の開発による将来の利益貢献の算定は通常のアナリスト活動の範囲内であるとしても、ガバナンスシステムの高度化（社

外取締役の数が 증가することが高度化として)やダイバーシティマネジメント施策の本格化による5年後の利益貢献をどのように測定するかは、元来、次元の異なる問題である。昔も今もアナリスト業務の基本は変わらない。

一方、アナリストは5期予想を行って妥当株価を算定しているだけでは成長しないとも思える。尊敬する経営者の一人が、経営者には妄想力が大事であると言っていたが、それはアナリストにとっても同じではないか。時々私が授業で学生に述べていたのは、イノベーションとサステナビリティに対する観察の重要性である。10～15年先を考え、企業が醸成しようとするイノベーションと企業としてのサステナビリティへの執念をどのように評価するかということである。

この観察は、最近のムーブメントとの絡みでいえば企業のESG活動に対する理解を持つべきということにもなる。そして、イノベーションについていえば、いまさら述べるでもなく、日々アナリスト諸氏は最新の知見に遭遇しイメージネーションを働かせていることであろう。

最近話題になり市場で注目されたある医薬品企業の画期的抗がん剤や感染症薬の開発は、イノベーションでもありSDGsの中の幾つかの項目の進展にかかわるものである。すなわち、イノベーションとサステナビリティという二つのキーワードは重なり合うことが多いことにも注意しなければならない。

昨今の様々な環境変化を捉えて、今後のアナリストの活動に関して悲観的なことを述べている識者もいるが、本号の特集「アナリストの未来」は、様々な悲観論に対し冷静な議論を試み、アナリストが今後歩むべき道に対し一定の方向性を見いだそうとするものである。

特集は、座談会と論文2本で構成されている。

座談会には、アナリストのレジェンドで現在社外取締役・社外監査役としてご活躍の山本高稔氏、最近アナリストから事業会社のIR部門に移られた関篤史氏及び現役のベテランアナリストである山崎雅也氏にお集まりいただいた。論文は、現役対話型運用のファンドマネジャーである木下靖朗氏と森田充教授のお二人と、運用機関のESGリサーチ部長である近江静子氏に執筆いただいた。木下氏と近江氏は、今日の職務に就く前に長年アナリストとしてご活躍されていた。

結論から言えば、アナリストにはこれからも切り開く分野があり、知的好奇心とタフネスがあればますます輝きを放ちアナリスト自身の社会的機能も高まる可能性があることを確信した。「アナリストの未来」は明るいのである。自画自賛ではあるが、司会と課題を受け持ったとても満足している。と同時に、優秀なアナリスト諸氏はもっと情報発信すべきと思った。資本市場を超えて社会をリードしてエンゲージメント（上から目線ではなく企業と社会に寄り添って）することができるのは、まさにアナリストだと思う。以下、座談会と論文の概要を紹介する。

座談会「拡張するアナリストの社会的役割」ではまず、出席の方々にアナリストが置かれた状況・環境認識を率直に語ってもらった。とりわけ山本氏に1970年代からの長年の経験を踏まえたアナリスト活動の動向を俯瞰していただいたことは、読者諸氏には大変参考になる。それを踏まえ、他の2氏も加わり現在のアナリストに求められるレパトリーの広がりについて議論が進んだ。ダブルコードの進展で、企業のガバナンスシステムに関してエンゲージメントする部署を多くの機関投資家が設置しているが、実は経験豊富なアナリストこそが担当していた企業については深く理解

しており、真の意味でのエンゲージメント（＝企業価値を向上させることに結び付く提言を行う）を実現するのに重要な役割を果たすことができるとの示唆があった。

短期投資と長期投資の視点については、ダブルコードの議論では単純に長期投資への移行があるべき姿として語られる。座談会の中では、短期投資を促進する市場の構造的側面にも触れられるとともに、アナリストが企業を評価する際に短期的視点と長期的視点とは一連の分析プロセスの中でつながっているものである、という指摘があった。この意味するところは、プロフェッショナルな一部市場関係者には自明の理であるが、なかなか理解されないことであろう。

アナリスト活動領域の拡大とキャリアパスについても活発な議論がなされた。アナリストが、現在の仕事の延長線上あるいは転身する形で責任投資部門やESGリサーチ部門のアナリストで大活躍する可能性のあることを示唆している。もちろん、これまでも見られているが、大学の研究者、コンサルタント、事業会社での執行役員、社外取締役・監査役に転身し活躍することも更に進むとの指摘もある。

木下・森田論文「企業経営者とのエンゲージメントを担うバイサイドアナリストの役割—いかにして経営者との相互スチュワードシップ関係を構築するのか—」は、ダブルコード公表以降においてわが国資本市場においてポピュラーな言葉となったスチュワードシップとエンゲージメントにつき、厳密な意味付けを試みている。

コーポレートガバナンスの主要な理論的枠組みとして認知されているのはエージェンシー理論であるが、両氏はそれと異なるスチュワードシップ理論を用いて論理展開を図っている。経営者が、

エージェンシー理論で想定されているエージェンツ型経営者か、スチュワードシップ理論で想定されているスチュワード型経営者かによって、投資家がエンゲージメントを行うに当たり全く異なるアプローチが必要となることを示唆している。

更に前者の場合、内部ガバナンスを志向する可能性が高いことを指摘している。そしてこのような経営者へのエンゲージメント手法には、アメとムチをいかにうまく使って経営者の目を株主利益にいかに向かわせるかが中心課題となる。

これに対しスチュワード型経営者の場合には、自律的経営者であるため自らが内部ガバナンスを望む理由がない。経営者の視点は、おのずから長期的でありサステナビリティ経営の傾向が強くなることになる。こういった経営者に対しては、議決権行使を主要手段とするのではなく、株主との相互信頼関係に基づいて長期的にエンゲージメントが実施されるべき、と主張している。そしてそのスチュワードシップ型経営者との高質な対話を担うのが、優れたアナリストの資質を持った人ではないか、と指摘している。

優れたアナリストとは、企業価値評価の時間軸として長期であることや非財務情報も丹念に調べて評価する力があることも指摘している。

解題者の私見であるが、本来わが国ではスチュワードシップ型経営者は多いと思われる。そのような経営者に対して、投資家がエージェンツ型経営者に投げかけるようなエンゲージメントを盛んに行っているケースが散見されるのではないかな。わが国社会にとって、この状況は誠に不幸なことと思われる。スチュワードシップ精神に基づくエンゲージメントとは何かを、改めて考えさせられる論文である。

近江論文「ESGアナリストの可能性」は、現在、

大手運用機関においてESGリサーチ部長として活躍されている方の論文である。ESGアナリストの役割に関して氏は、ESGの評価フレームワークの構築や見直し、評価の透明性向上、ESGの知見の提供を通じて、運用プロセスや企業価値評価に付加価値を提供することにある、と指摘している。

そしてESGアナリストが十分な責務を果たす上では、社内においてはファンドマネジャーやアナリストとの連携と信頼関係の構築が不可欠であり、ESG分析にはグローバルな視点が大事であるので海外の関係部門との連携も必要であると指摘している。更に投資先企業との建設的な関係構築はもちろんのこと、ESG評価会社、NGO、政策関係者などへのアンテナを張る必要があることを指摘している。そして氏は、ESGはどのように運用プロセスに統合されるかについて詳述している。

また、ESGアナリストの行うエンゲージメントの在り方にも触れている。個社ごとのマテリアリティや経営戦略との関係を考慮した上で、特定のESG課題を表出しエンゲージしていることが示されている。人権への配慮、新興国に立地する工場での労働安全性の改善などが具体的なエンゲージメント・アイテムの例として示されている。

更に、機関投資家が行うエンゲージメントの効果測定に関して問題提起していることは印象深い。2017年の日本版スチュワードシップ・コード改訂版において、アセットオーナーによる委託

先運用機関のスチュワードシップ活動についての適切なモニタリングへの要請が明記されたことは記憶に新しい。すなわち、ESG項目についてのエンゲージメントの効果測定を行うことがアセットオーナーに求められることになったことを意味するが、効果測定を短期間で評価する事態になること、短期間で効果測定が容易なところに投資家の関心が向かうことが懸念される、と指摘している。示唆に富む指摘である。

座談会と二つの論文を読み感じたことを改めて言えば、アナリストにはその社会的機能を拡大するチャンスがあるということである。イノベーション、サステナビリティ、エンゲージメントという三つの言葉がキーワードではないか。

スチュワード型経営者によってイノベーションの夢を追いかけている企業に寄り添うのも、投資家の役割の一つである。サステナビリティは投資対象企業の持続可能性を考えることが銘柄分析の基本であるが、社会全体のサステナビリティへの考察を常にオーバーラップさせて考えることも必要であろう。そういった意味で、企業アナリスト出身者と環境・社会の専門家両方が、これからのセル・バイ両サイドの調査部に必要であろうと思われる。更に、両者が独立した専門家（プロフェッショナル）として存在するだけでなく、互いの専門性をよく理解しリサーチ部門全体でシナジーを持たせることが必要であると思われる。