




公益社団法人

# 日本証券アナリスト協会50年史

2012年10月

 公益社団法人 日本証券アナリスト協会

公益社団法人

# 日本証券アナリスト協会50年史

## 刊行によせて



本年10月、日本証券アナリスト協会は創立50周年を迎えた。本書はこの間の当協会の歩みを時代背景とともに記述したものである。

50年前、日本にも客観的な分析に基づく証券営業を根付かせたいという熱意に燃えた少数の先覚者たちが設立した当協会は、今や総会員数2万5千人を超える公益社団法人となった。中核をなす協会検定会員(CMA)は、金融証券界にとどまらず、幅広い業種や組織にわたって、資産運用、調査、財務、営業、IRなど多様な分野で活躍している。

50年の歴史を通じて、当協会は、「アナリストはあくまで市場の評価と信認に基づいて成り立つものである」との基本的な考え方の下に、アナリストとしての専門的知識および分析技術の向上と、職業人としての倫理・行動の教育に努めてきた。同時に、自由で公正な資本市場の確立を目指して、会計制度やディスクロージャー、投資パフォーマンス評価等の面で積極的に証券アナリストの立場を主張してきた。こうした協会の活動を支えてきたのは、多くの検定会員や学界、実務界の人々によるボランティアベースの貢献であった。これを機会に先人たちのご努力に感謝をささげたい。

50年にわたって証券アナリストの養成とその地位の向上に努めてきた当協会の歴史は、そのままわが国における証券アナリストの職業(Profession)としての確立および発展の歴史でもある。検定会員はじめ読者の皆様にとって本書が証券アナリストという職業について考える上での一つの材料となるならば、望外の幸せである。

2012年10月

公益社団法人 日本証券アナリスト協会  
会長(代表理事) 稲野 和利 CMA

## 刊行にあたって



1962年に東京証券アナリスト協会として産声を上げた当協会は、1969年日本証券アナリスト協会に改称し、1973年に社団法人に衣替えした後、昨年2011年4月に公益社団法人として新たにスタートした。そして2012年、今年の10月、めでたく創立50周年を迎えた。

この沿革史は、50年の歩みを忠実に記録に残すため、塚越孝三参与（元理事）が多くの公文書に当たり、また多くの先輩方に話をお聞かせいただいた上で、さらに、多くの関係者の意見を取り入れてまとめ上げた歴史の流れを意識した労作である。都合4年余の時間と労力が投入されることとなった。

塚越参与の活動に先立ち、沿革史を含む50周年記念事業計画の取りまとめに当たったのが土屋俊彦参与（元理事・編集企画部長）である。同氏には50周年記念事業を単なる記念行事に終わらせることなく、次の60周年を展望して協会のあるべき姿を示していただいた。しかし、沿革史の取りまとめの段階に入った昨夏、にわかに発病し、本年2月29日に逝去された。痛恨の極みである。

そして、この沿革史の最終調整をお願いしたのが井上宣孝氏（元編集企画部長）である。既に第一線を退き自由にしたいとおっしゃっていたところを無理にもとお願いしたわけであるが、短期精力的なご尽力により、この沿革史が無事発行されることとなった。

関係者のご努力に対し、改めて感謝申し上げます。

振り返ってみると、創立20周年の折に当時の吉野道夫専務理事が協会の歴史を簡単な冊子に取りまとめられたが、その後、30周年には年表の整理程度で格段の手当てではなく、40周年に当たっても折からの経営環境

悪化の下で、証券アナリスト大会で年表を示し、写真などを展示するにとどまっていた。

この点、今回の50周年の沿革史は、これまでの黎明期における先人たちの努力や関係業界の協力、成長期における協会の活動と発展、成熟期ないし日本経済低迷期に入ってから苦闘、海外との連携の模様など、バランス良く取りまとめられていると自負している。

それにしても平成バブル崩壊後、特にここ10年ばかりは苦しい時期であった。創設以来初めての本格的なリストラに取り組み、さらにリーマンショック後は、その第2弾に取り組むことを余儀なくされた。給与が切り込まれる一方で、多様化する会員ニーズへの対応、事業の多角化から仕事が増え、役職員はもとより、講師や各種委員会の委員方、長年にわたり当協会の業務を支えていただいた取引先企業にも無理をお願いせざるを得なかった。いずれにしても会員の皆様、協会役職員をはじめとする多くの方々のご協力が積み重なった50周年である。こうした厳しい状況はしばらく続くであろうしその覚悟はしているが、少なくとも縮小均衡に陥ることは避けたいと強く思っている。

次なる節目の60周年に向けて、より充実した協会であり、より充実した良質のサービスを提供できる公益社団法人であり続けたい。その過程で、この沿革史が何がしかの励ましとなり足掛かりとなるのであれば幸いである。

2012年10月

公益社団法人 日本証券アナリスト協会  
専務理事（代表理事） 萩原 清人

# 日本証券アナリスト協会 50 年史

## 目 次

刊行によせて

公益社団法人 日本証券アナリスト協会 会長（代表理事） 稲野 和利 CMA

刊行にあたって

公益社団法人 日本証券アナリスト協会 専務理事（代表理事） 萩原 清人

第Ⅰ部 証券アナリスト協会の設立	10
1. 設立前史—視察団の往来	10
2. 協会設立	13
3. 草創期の組織と活動	18
4. 発展への基礎づくり	25
第Ⅱ部 アナリスト時代の夜明け 1973 年～	36
1. 幻に終わった社団法人への改組計画	36
2. 再チャレンジで社団法人へ	36
3. 証券アナリスト資格制度（検定会員制度）の創設	40
4. 証券アナリスト試験の開始	49
5. 『証券アナリストジャーナル』の編集等	57
第Ⅲ部 専門職業人としての確立 1982 年～	62
1. 20 周年を迎えた証券アナリスト協会	62
2. 投資顧問業法の制定	64
3. 分析技術を磨く	69
4. 専門職業人としての倫理	75
5. より良い情報を求めて	78
6. 会員制度の拡充	80
7. 25 周年記念事業	82
8. インサイダー取引問題	85
第Ⅳ部 バブル崩壊の試練の中で 1989 年～	90
1. 教育プログラムの見直し	90
2. 30 周年記念事業	96
3. ディスクロージャー優良企業の選定	100
4. 厳しい経営環境の下で	105
5. 職業行為基準の見直しと、その後のアナリスト批判への対応	117

第V部 証券アナリストの国際的な連帯	128
1. ICCを通じた国際協力活動	128
2. 米国協会との連携	135
3. アジアにおけるアナリストの国際協力	143
4. アナリスト世界連合構想とその挫折	152
5. 国際統一資格の創設	154
6. パフォーマンス報告基準（GIPS）の制定	160
第VI部 新たなアナリストの時代へ 2003年～	168
1. 個人の証券市場への参入促進に向けて	168
2. 『証券アナリストジャーナル』の見直し	174
3. 国際協力事業の新たな展開	175
4. 証券アナリスト教育プログラムの改訂	182
5. プライベートバンキング教育への取り組み	185
6. 基幹コンピュータシステムの再構築	189
7. 会計基準の国際的統一に向けて	190
8. 中期経営計画の策定	194
9. 公益社団法人への移行	197
10. 東日本大震災の発生と協会の対応	200
11. 50周年を迎える協会の現状	201
エピローグ	202

#### 【コラム】（目次）

第I部 訪日アナリストは何を見たか	12
初代会長 小池厚之助	16
ウォール街の学長 グレアム	20
〈証券投資理論の歴史 — その1〉	
健全な株式投資のための理論	23
草創期のアナリストの活動ぶり	27
〈証券投資理論の歴史 — その2〉	
現代ポートフォリオ理論の発展	29
第II部 日本人第1号のCFA	37
アナリストの良き理解者だった証券局長	41
教育プログラムの生みの親は一橋トリオ	51
初回アナリスト試験の最高齢合格者	58
〈証券投資理論の歴史 — その3〉	
行動ファイナンス	61
第III部 証券人VS銀行マン	83
第IV部 「ほどのよさ」を重視した教育プログラム	95
30周年大会で表彰された二人の先達	98
アナリストが最もハッピーだった時代?	104
価値と価格の乖離を追求するストラテジスト	109
第V部 日米協力のキーパーソン	138
パフォーマンスマフィア	164

## 【付属資料】（目次）

○グラフ	204
1. 会員数の推移	
2. 検定会員の所属業態別内訳	
3. 通信教育講座受講者数の推移	
4. 受験者数・合格者数推移（1次）	
5. 受験者数・合格者数推移（2次）	
6. CIIA（国際公認投資アナリスト）取得者数（累計）	
○年表	206
○英文略語一覧	218
（付）米国アナリスト協会の歴史	
○その他	
1. 日本証券アナリスト協会 歴代役員	220
2. 第1～26回 日本証券アナリスト大会テーマ、講師等一覧	222
3. 証券アナリストジャーナル賞 歴代受賞者・受賞論文一覧	230
4. 組織と役員	232
5. 事務局役職員	234
編纂を終えて	235

（注）人名については敬称略。カッコ内の肩書は当時のもの。  
英文表記については、巻末付表「英文略語一覧」参照。





# 1. 設立前史—視察団の往来

## (1) 証券業視察団の訪米

わが国のアナリスト協会発足のきっかけとなったのは、お互いの視察団を通じた日米間の交流であった。1959年6月、日本生産性本部により欧米証券業専門視察団が組織され、小池厚之助団長（山一証券会長）以下証券関係者がほぼ2カ月をかけて欧米の証券業務を視察した。一行は各地でさまざまな見聞をしたが、その中でも特に印象的だったことの一つは米国の証券会社等の調査部門の充実ぶりだった。視察団の一員だった長谷部照正（日興証券調査部長）は、「アナリストの水準の高さと待遇の良さにびっくりした。日本では大手証券でも調査部は大部屋に入れられゴチャゴチャしているのに、アメリカでは個室を持ち、秘書、アシスタントも付いていた。そのレポートは内容的にも水準が高かった」、「特に引受業務に関連しては、SECから高水準の企業分析と証券市場調査が要求されているため、調査業務が重要視されアナリストの地位も高い」との感想を述べている。ボストンのバブソン・インスティテュートなど調査専門会社も訪問したが、そうした調査専門会社が多くのアナリストを抱えて立派に経営として成り立っていることも新鮮な驚きだった。

当時ニューヨークに駐在していた日興証券の遠山直道は、視察団一行に「アナリストおよび投資顧問は職業として十分に成り立っていくべき」であり日本でも「アナリスト協会、投資顧問協会が設立されるべき」と力説した。このような見聞から、小池団長の頭の中では日本でも調査機関やアナリスト養成機関が必要だという考えが固まってきたようだ。この時の欧米視察団のメンバーは、後に日本のアナリスト協会発足の際に中心となって活躍することとなる。

また、この訪米の際、米国側から日本訪問の話が持ち上がり、小池団長も乗り気で3年後の米国証券アナリスト視察団の訪日につながった。

## (2) 米国証券アナリストの日本訪問

1962年4月15日、ドナルド B. マッカダー（Donald B. Macurda）ニューヨーク証券アナリスト協会会長を団長とする米国証券アナリスト訪日視察団一行が来日した。夫人たちも含め総勢131名、うちアナリストは81名であり、わが国証券界としてはこれだけ大掛かりな視察団を受け入れるのは初めてのことであった。当時、高度成長期に入った日本経済の目覚ましい発展ぶりに加え、ソニー、東芝が米国でADR（預託証券）を発行、日英投信、ジャパンファンドなど日本株を組み込んだ国際投信が設定されたことなどを背景に、米国サイド

で日本への関心が高まっていたため、このような大規模な視察団となったものと思われる。

マッカダー団長は東京証券取引所訪問の際、訪日の目的を、「日本経済および主要会社の経営に関して知識を深めること、また日本の近代産業の工場について目で見て印象を得ること、日本株式への投資の価値、問題点および仕組みを理解することにある」と述べている。一行は、約2週間に及ぶ滞在期間中に32社と懇談の機会を持ち、12の工場を見学した。彼らの関心は特に経営者のマネジメント能力に置かれたようだが、「日本の経営者は将来の見通しに対するはっきりとした態度を持っており、質的にも優秀で世界的に全く遜色がない」、「彼らは極めてあけっぴろげにわれわれが欧州の多くの国で入手できなかった個所についても答えてくれた。正直に言って驚いている」との感想を漏らしている。さらに、当時の日本にとって大きな政策課題であった貿易・為替自由化について、「コストが低く競争力があること、国民がエネルギーを蓄えており、また勤勉であること、経営者が国際的な広い視野を持ち優秀であること」から、日本にとって自由化はむしろプラスとの見解を述べている。また対日投資を増やすための対策として、外資法の緩和に加え、英文のバランスシート、米国式の財務諸表などディスクロージャーの改善、経営者自身による米国でのIRを挙げたほか、「日本にもアナリスト協会をつくって情報を交換させてほしい」との要望がなされた。

視察団の訪日に当たっては、東京証券業協会が受け入れに当たることとなり、特別委員会（小池厚之助委員長）が同協会内に設置され歓迎の任に当たった。上記のような企業訪問に加え、夫人向けには歌舞伎鑑賞や箱根・日光・伊勢志摩・京都観光、すき焼きパーティなど盛りだくさんのプログラムが用意され、ご婦人方を日本びいきにするのに一役買ったものと思われる。証券業協会主催のレセプションには、当時のライシャワー駐日米国大使も出席しスピーチを行った。視察団の訪日には一般市民の関心も高く、証券アナリストの毎日の行動は新聞紙上に大きく報道された。「証券アナリスト」という言葉を、この時初めて見たり聞いたりした日本人も少なくなかったといわれている。

#### ■ 米国証券アナリストの訪日



羽田に着いた訪日団一行



ソニー工場を視察

## 訪日アナリストは何を見たか



当協会発足の直接のきっかけとなった1962年の米国（東部）証券アナリストの訪日視察団。彼らは当時の日本企業、日本経済をどう見たのであろうか。訪日団の一人、ドナルド H. ランデル（Donald H. Randell）は *Financial Analyst Journal* 誌 1962年5・6月号に「日本の巧みさ・極東の自由世界」と題する興味深いレポートを寄稿している。

報告書の書き出しは、見学に訪れた二条城廊下の鶯張り。筆者はそこに日本のモノづくりを支える精妙な技術のルーツを見るとともに、侵入者の気配を知らせる鶯の鳴き声を過去の栄光にあぐらをかく米国産業界、労働界への警鐘と受け止めるべきと述べている。レポートの中から幾つかの指摘を紹介しよう。

「（工場では）目を輝かした日本人男女職工たちが、無限と見えるほどの列をなして働いている…（中略）…彼らは彼らの仕事を作り出しそして保護してくれる経営者の手腕に敬意を表し、その感謝の念を割り当てられた仕事を懸命に遂行するというに表している」、「かつての“持たざる国”は労働者の勤勉と指導者の無私的献身とが相まって今や繁栄への道を目指している」、「（敗戦後）実践的な日本人は素早く従来とは違った物の考え方を取り入れた。彼らは再建のために世界技術の粋を選び出し、東洋人特有の忍耐強いストイシズムをもって…（中略）…経済復興の実現へ歩を進めた」、「（戦前・戦中に世界から隔離されていた日本だが）最近のあらゆる指標から見るとこのギャップは急速に狭められつつあり、ある分野、特にエレクトロニクス、機械、薬品、化学等ではもうギャップが埋められてしまったように見える」、「わが国の産業労働者と日本のそれとの真の相違は1時間当たりの賃金の違いにあるのではなく、労働者の旋盤に対する、より一層微妙な関係にあるのであって、これはここ何十年もの間恐らく消えないであろう相違なのである」、「経営は官僚的な委員会やカネ遣いの荒い政治家等からの不当な雑音に悩まされることもなく、また専制的な労働団体から悩まされることもなく、相当自由に行うことが認められている」、「われわれは日本の生産ラインの鶯の歌に気付き、仕事に帰り（わが国の産業界、労働界にこれを生かすならば）、われわれの側（つまり西側資本主義陣営）にいるかかる国民とともに、われわれの生活様式の長所を誇らしく思い、子孫のためにそれを残すことができる」。

このレポートは、その後の日米経済の姿を鮮やかに予言したものと言えるのではなかろうか。当時の米国証券アナリストの実力を見る思いがする。

（注）引用部分は読者の便宜のため当協会が翻訳したものであり、英文テキストが公式のものである。英文テキストの著作権はCFA協会に属する。

## 2. 協会設立

### (1) 協会設立に向けた動き

この米国証券アナリスト視察団の来日を契機に、日本を訪れるアナリストの相手役、受け皿として日本にも証券アナリスト協会をつくろうという機運が高まった。同年秋にはサンフランシスコ証券アナリスト協会のメンバーを中心とする視察団が訪日する予定だったため、できればそれまでに協会をつくりたいということで、設立のための準備が急ピッチで進められることとなった。

まず、1962年6月、東京証券業協会会議室において、「アナリスト協会（仮称）設立についての第1回会合」（準備会議）が開催された。出席者は59年の欧米証券業視察団のメンバーであった安 弘一郎（十字屋証券社長）、土屋陽三郎（日東証券社長）をはじめ17名であった。冒頭鈴木啓介（山吉証券社長）は「最近、大阪において大阪証券分析協会設立の機運もあり、東京においても証券業以外のところでアナリスト協会に類するものを設立する動きが仄聞されるので、この際証券界においては、積極的に権威あるアナリスト協会を設立する必要があると思われる」と述べている。第2回会合では、西村正己（大和証券専務）が設立準備室長に推された。西村は、グレアム（Benjamin Graham）の証券分析を研究し、レクチャーするなど、当時の証券会社役員には珍しく自身がアナリストであった。協会設立についての準備会議は5回開催され、ここでアナリスト協会の骨格や設立日程等が固められていった。

この過程で議論になったのは、第一に協会の性格をどうするかである。当時計画されていた大阪証券分析協会の設立案では、証券界を中心とした親睦的な色彩が強かったのに対し、むしろ分析、研究等啓蒙的なものを重視すべきとの意見が大勢を占めた。本来はアナリストが生まれて、その後に協会ができるのが自然であるが、日本の場合は証券業界が中心となって権威ある協会を設けて、アナリストの育成を図ろうというのが基本的な考え方であった。第二に協会の範囲をどうするか。これについては証券界がイニシアチブを取るにしても、協会が投資家から見て公平な立場を取るためには、銀行・保険業界を含め広く門戸を開放すべきとされた。第三に会員の資格について、地域的な範囲を限るかが問題になったが、もし地方に協会ができればそれぞれその地域範囲を限ることになるから、東京では特に地域範囲を限らないでよいということになった。協会の名称については、「証券分析家協会」という案もあったが、「アナリスト」の方が通りが良いということで「東京証券アナリスト協会」に決定した。このほか、定款の草案を作るに当たってはニューヨーク証券アナリスト協会の規約

を取り寄せて参考にした。

## (2) 設立発起人と設立趣意書、定款の採択

1962年9月10日、パレスホテルにおいて東京証券アナリスト協会の発起人会が開催された。発起人代表は小池厚之助、発起人には西村、安、土屋ら準備会議のメンバーに加え、東京証券取引所理事長、証券投資信託協会会長、東京銀行協会会長、生命保険協会会長、日本損害保険協会会長など各業界のリーダーたちが名を連ねた。



発起人会の様相

発起人会では、設立趣意書、定款および事業計画・収支計画をそれぞれ原案通り承認、事務局が正式に発足するまでの間、会員の募集その他の事務については東京証券業協会において取り扱うこととした。また、小池代表から特に金融関係各団体の発起人に対して、それぞれの所属会員の当協会への加入につき協力してほしい旨の依頼があった。採択された設立趣意書は次の通りである。

「戦後の証券市場は、証券民主化の普及と企業資本充実の要請にともない、その社会的責任は益々重大となり、公共性保持の必要は愈々増大して参りました。申すまでもなく、市場において取引される証券の価格は、企業の実体価値を反映して、適正に形成されるべきものでありますが、近年ややもすれば諸種の事情により、ムード化の傾向がみられることは、大衆投資の健全な育成のため、遺憾とするところであり、これが正常化をはかる必要があると考えます。

これがためには、諸種の方策がとられねばならぬことは言うまでもありませんが、その一環として、正しい投資判定の技術を研究し、その普及に努めるとともに、業者並びに大衆の投資に対する鑑識眼の向上をはかることの必要性を痛感するものであります。

こうした証券分析の技術は、つとにアメリカにおいて発達し、その専門家は主要都市に証券分析家協会を設立し、加盟員は7,000名にも及んでおります。

そこで、私どもは、以上の事情に即し、アメリカの範にならぬ、今回『東京証券アナリスト協会』を設立いたしました。本協会の業務は、定款記載のとおりであります。各々のご支援ご協力をいただき、証券投資の健全な発展に寄与いたしたい念願であります。」

また、同時に承認された定款では、当協会の目的について、証券アナリストの「教養と品位の向上に努めるとともに、分析技術の交流進歩をはかり、もって証券投資の健全な発展に寄与すること（第3条）」と定めている。またその目的を達成するために行う事業として、

- (1) 職業倫理の規範を定め、これが実践向上につとめること
- (2) 証券分析技術の交流進歩をはかること
- (3) 証券分析に対する一般の正しい認識を助成し、証券投資の健全な発展に寄与すること
- (4) アナリスト相互間ならびに諸外国の証券アナリストとの意見と情報の交換をはかること
- (5) 研究、講演、講習、工場見学等の諸会合の開催、図書または会報の発行、資料の蒐集若しくは頒布を行うこと

等を定めた。

会員の種類として正会員、準会員および賛助会員を設け（第5条）、それぞれの資格については、

(1) 正会員

イ. 証券会社、証券投資信託委託会社、証券取引所、証券業協会、証券経済研究所及び証券関連事業所並びに銀行、保険、その他金融機関の役員または従業員として5年以上の調査歴を有し、かつ、現在、証券調査の業務に従事している者で、年齢25歳以上の者

ロ. 学識経験者のうちから、上記資格に準じ、本会が特に推薦する者

(2) 準会員

前号イに掲げる資格のうち、調査歴が5年に満たない者

(3) 賛助会員

法人で、賛助の目的をもって、本会に寄与した者

と定めた。ちなみに、入会金は正会員10,000円、準会員5,000円、賛助会員1口30,000円、年会費はそれぞれ5,000円、3,000円、1口10,000円と定められた。

### (3) 創立総会

設立準備は順調に進み、1962年10月4日の第2回発起人会を経て、10月15日午後1時から東京証券取引所3階の講堂で東京証券アナリスト協会の創立総会が開かれた。

会員の募集については、それまでに、正会員227名、準会員63名、賛助会員90社の加入が確保されていた。

## 初代会長 小池厚之助



当協会初代会長の小池厚之助（こいけ こうのすけ）は、山一証券の前身である小池商店の創業者小池国三の次男として1899年に東京で生まれた。山一証券社長、会長のほか、東京証券業協会会長、日本証券業協会連合会会長、東京証券取引所理事会議長などの要職を歴任した。若いころオックスフォード大学に留学した経験もあり、株屋的な体質だった日本の証券業界を欧米流の業界に改めるべきという考えを一貫して強く持っていた。

戦後、証券業界の代表としてGHQとの折衝を行い、財閥解体に伴う放出株式処理の過程でのいわゆる証券民主化運動では、リーダーの一人として一般大衆への株式保有の普及に努めた。また、当時大きな問題であった清算取引の復活については、戦前の投機的な株式市場に逆戻りするものとして、遠山元一（日興証券社長）と共に反対派の急先鋒となり復活を阻止した。1954年の東証大争議の折には、経営者代表としてゲートルばきで先頭に立ち、ピケラインを突破したというエピソードを残している。

小池は59年に日本生産性本部の欧米証券業専門視察団の団長として米国を訪問、その経験も踏まえて、証券業界の発展のためには、理論武装と科学的な投資勧誘およびベンチャー企業育成が必要と説き、そのための三つの機関の設立を構想した。この構想はその後、日本証券経済研究所、日本証券アナリスト協会、東京中小企業投資育成株式会社の形ですべて実現した。小池の先見性とリーダーシップを示すものと言えよう。

旧制高千穂中学校の卒業生で、70年から85年に没するまで高千穂学園の理事長も務めた関係などから、高千穂大学では「小池厚之助賞」という奨学金制度を設けている。

当日は、発起人、安 弘一郎の開会の辞の後、座長に小池厚之助が選ばれて、議事に入った。小池が発起人代表として挨拶を行い、発起人の西村正己が設立に至るまでの経過報告を行った後、役員を選任手続きに入った。幹事の選任については小池座長に一任され、小池が21名の幹事予定者の氏名を披露し、全員の拍手により選任が決定した。そこで総会を休憩して別室で幹事会を開き、会長に小池厚之助、副会長に西村正己を互選、常任幹事および会計幹事については後日幹事会を開催して互選することとした。休憩後、総会を再開して、小



池会長、西村副会長という互選の結果が報告された。続いて事業計画ならびに収支計画案を承認した後、会長より、協会事務局長については人選中であるが、決定までの間、日本証券経済研究所の吉田晴二理事長に事務局長を委嘱した旨の報告があった。最後に安 弘一郎が閉会の辞を述べ、総会は午後2時に滞りなく終了、ここに任意団体東京証券アナリスト協会が誕生した。

これに先立つ9月20日、サンフランシスコ証券アナリスト協会を中心とする視察団一行92名が予定通り来日した。視察団一行が東京証券取引所を訪問した際、日本証券業協会連合会会長として歓迎挨拶に立った小池厚之助は、日本における証券アナリスト協会の設立に関して次のように述べている。「この春訪日されましたニューヨーク証券アナリスト協会の団員の方々からご希望のありました、日本における証券アナリスト協会設立について、皆様の訪日に間に合わせたいと有志の間でその準備を急いでおりましたが、今般諸般の準備が整いまして、本月10日その発起人会が開催されました。(中略) 私どもといたしましては、貴国の証券アナリストの範に倣い正しい投資判定の技術を研究し、その普及に努めたいと念願いたしておりますが、皆様から先輩アナリストとして多くのご教示をいただき、さらには情報交換等皆様方のお役に立ちたいと思っています」。

視察団は、10月15日の創立総会に先立つ10月4日に離日した。協会の正式な発足は間に合わなかったとはいえ、ぎりぎりのタイミングで米国アナリストの要望に応え、誠意を示すことができたと言えよう。

当時の関係者によれば、「当協会設立当時は、証券アナリストに対する一般の認識は浅く、当協会の設立に対しても、何か新しがり屋が集まって、ハイカラなことをやっているという感じで見ている者もあり、中には無用の長物視する者もあった、証券業界から全面的なバックアップを受けたという状況ではなかった」とのことである。

なお、大阪においても同じころ、アナリスト協会設立の動きがあった。1959年の生産性本部による欧米証券業専門視察団のメンバーであった坂口保雄（大

## ■ 創立総会



挨拶する小池発起人代表



会場風景

阪証券取引所理事) がリーダーとなり、大阪証券経済研究所の一部の人たちと共に協会設立が計画されたが、結局これは実現には至らなかった。

## 3. 草創期の組織と活動

### (1) 部会、委員会の設置

協会が正式に発足した直後から、幹事会を中心に協会の組織や運営方針についての議論が行われ、次のような部会、委員会が設置されることとなった。これら部会、委員会の実際の運営については、証券大手4社の調査部の協力が大きな助けとなった。

#### イ. 企業分析部会

第1部会（鉱業、建設、機械、金融・保険、陸運など）

部会長 湊 守篤（日興証券副社長）

第2部会（繊維、石油・石炭製品、非鉄金属、電機機器、商業など）

部会長 阿部康二（証券団体協議会常任委員長）

第3部会（食品、紙・パ、鉄鋼、精密機器、海運、電気・ガスなど）

部会長 佐々木恭太郎（日本興業銀行取締役証券部長）

第4部会（水産、化学、ガラス・土石、輸送用機器、不動産など）

部会長 関口啓太郎（玉塚証券社長）

#### ロ. 分析理論委員会

委員長 山中 宏（明治生命取締役財務部長）

#### ハ. 投資政策委員会

委員長 西村正己（大和証券専務取締役）

#### ニ. 海外調査委員会

委員長 川島章司（野村証券常務取締役）

#### ホ. P.R. 委員会（後の会員関係委員会）

委員長 安 弘一郎（十字屋証券社長）

### (2) 企業分析部会の活動

証券アナリストにとって最も身近で重要な関心事である個別企業の分析、調査に関しては、企業分析部会が設けられた。上場会社を業種別に四つの部門に分け、これを第1～第4部会として会員はそれぞれの希望に従っていずれかの部会に所属した。企業分析部会の主な活動は、各企業のトップマネジメントを招いての講演会や工場見学であり、対象企業の選定に当たってはアンケートを

行うなど会員の希望を取り入れた。

第1回の講演会は、当協会発足後間もない1963年2月で、スピーカーは日産自動車の川又社長であった。また最初の工場見学はリコーで、市村社長が講演した。その年の開催リストを見ると、ソニー・井深社長（工場見学付き）、川崎製鉄・西山社長（同）、日立製作所・駒井社長、アラビア石油・山下社長、八幡製鉄・藤井副社長、小松製作所・河合副社長など著名な経営者が自らスピーカーとして登場している。当時IRという言葉もまだ一般的でない中、これだけの講演会を企画し得たことは特筆に値するであろう。

講演および工場見学の参加者は通常50名前後、講演会は東京証券取引所内の会議室で開催された。工場見学の際の経費は、会社に迷惑を掛けないようにということで当協会が負担した。ちなみに63

年中の開催件数は19回、翌64年は年後半の株式市場不振の影響もあって13回の開催にとどまったが、65年は25回、66年には40回を数えた。

企業分析部会による講演会や工場見学は、企業経営者とアナリストとの対話の場を提供するものであり、アナリスト協会の事業の重要な柱として今日まで続けられている。このほか、来日した米国の証券アナリストを招いて四つの部会合同で懇親会を兼ねて講演会を開催したこともあった。これらの講演会の要旨は後に『証券アナリストジャーナル』（63年3月創刊）に掲載された。

### (3) 分析理論委員会、投資政策委員会の活動

前者は分析理論面を研究し、後者は投資政策面を研究するという仕分けとなっていたが、重なり合う部分もあり、両委員会合同で講演会を開催するという形を取ることも多かった。

取り上げられたテーマは大きく分けて三つあった。第一は証券投資理論の研究であり、当時米国において主流であったグレアムの証券分析理論の紹介を中心に、その日本の株式市場分析への適用の可能性について熱心に議論が行われた。



リコー工場を見学 1963年4月



講演会（小松製作所） 1963年11月

## ウォール街の学長 グレアム



ヴァージニア州シャーロットツビルのCFA協会本部にはウォーレン・バフェット (Warren Buffett) が寄贈したグレアム (Benjamin Graham) の肖像画が掲げられている。「ウォール街の学長 (Dean of Wall Street)」、「バリュート投資の父」と呼ばれたグレアムは、1894年ロンドン生まれ。米国コロンビア大学を卒業後、ウォール街で投資会社を設立して成功するかたわら、コロンビア大学などで教鞭を執った。1929年の大恐慌を機に投資理論の研究を深め、34年ドッド (David Dodd) との共著 *Security Analysis* (邦訳『証券分析』) を出版、同書は証券分析のバイブルとして米国だけでなく世界各国で読まれた。また45年に初版が出た *The Intelligent Investor* (邦訳『賢明なる投資家』) はその後版を重ね、現在でも読み継がれている名著である。

グレアムの教え子で後に大富豪となった投資家バフェットは、「私にとって最も重要なアイデアは、ベンジャミン・グレアムから受け継いだもの」、「グレアムの『賢明なる投資家』を読んで、投資に対する考え方が根本的に変わった」と述べている (ジャネット・ロウ著、平野誠一訳『ウォーレン・バフェット』より抜粋)。

日本では、当協会の第2代会長西村正己が早くからグレアム理論の紹介に努め、日本のアナリストに大きな影響を与えた。ここでは、西村が『証券アナリストジャーナル』64年8月号に寄稿した論稿「アナリストの公的使命」の中から、グレアムのアナリスト観について触れている部分を再録しよう。

「グレアムはアナリストの機能を次の3つに分けて考えている。

- (1) 記述的機能 (Descriptive Function)
- (2) 選択的機能 (Selective Function)
- (3) 批判的機能 (Critical Function)

このうち(1)は評価の前提となる素材の整備である。(2)は素材をどう評価するか、評価の結果を時価と対比して、甲社を採るか、乙社を採るか、選択をすることである。愈々経験を積み識見を持つアナリストになると、その知識識見に基づいて、さらに第3の使命を考えるべきである。例えば会社の経理方式、ディスクロージャーの仕方、資本構成、配当政策、設備投資計画等についても批判すべきである。これが批判的機能であり、この意味でグレアムは「アナリストは Financial Statesman である」と言っている。」

第二は米国におけるアナリストの活動状況についてである。米国勤務から帰国した証券マンの経験談や、分析理論委員会山中委員長の「ウォール街視察報告」などにより、米国におけるアナリストとセールスとの関係や、ニューヨーク証券アナリスト協会の日常の活動ぶりなどが紹介された。ちなみに山中は、当時の米国のアナリストについて、「彼らの多くはグレーの地味なウーステッドの背広を好み、チョッキをきちんと身に着けているばかりでなく、通常、縁なしか濃いべっ甲のメガネを掛け、自己の職能に大きな誇りを抱いている。しかも有能なアナリストは財務顧問としての仕事の余暇を割いて、各地のアナリスト協会の育成発展に力を注いでいる」と紹介している。

第三は「適正な投資勧誘態度」についてであり、これに関しては西村委員長の下で、投資政策委員会が米国、ドイツの事情の紹介も含め4回にわたって集中的に議論した。その第4回には、当時大蔵省証券部の課長であった坂野常和を招いて懇談会を行った。坂野は大蔵省の証券行政について、従来は証券会社の財務内容の健全性確保に重点が置かれてきたが、最近では誠実な投資勧誘態度による投資家保護という視点もそれに劣らず重要になっている、と指摘、具体的な資料に基づかない安易な銘柄推奨や投機的な短期売買の勧誘について警鐘を鳴らしている。

そのほかに、海外から著名な学者やアナリストが来日した機会をとらえて当協会主催で講演会が開かれた。1963年8月にはミシガン大学のウォーターマン（Merwin H. Waterman）教授、翌64年1月にはアイトマン（Wilford J. Eiteman）教授と、著名な教授が相次いで当協会で行った。ウォーターマン教授はデトロイト証券アナリスト協会の会長をしたこともあり、講演後の協会役員との懇談会では、アナリストの役割や良いアナリストの条件、職業倫理などについて率直な意見交換が行われた。実務家では、63年4月にそれぞれ米国の投資顧問会社と証券会社で役員を務めるアナリスト2名が講演を行ったのを手始めに、先のニューヨーク証券アナリスト協会の訪日視察団の副団長だったアナリスト、ポール・マーフィー（Paul A. Murphy）なども講演を行った。

分析理論委員会、投資政策委員会等を中心とする一連の講演会は、当時証券界や生損保業界で調査活動や営業活動に携わる人々にとって大変刺激的であり、啓蒙的な役割は大きかった。



ポール・マーフィー氏講演会 1964年4月

#### (4) 証券分析セミナーの開催

初期の当協会活動の中で、もう一つ重要なものは証券分析セミナーの開催であった。「会員一般の証券分析に関する理論的・技術的水準の向上を図ること」を目的としたこのセミナーの第1回は、学界と証券界・金融界から証券分析の理論面と実務面の権威者を講師に招き、1964年8月24日から6日間にわたり毎回午後4時間ずつのシリーズとして行われた。このセミナーは人気が高く、当初予定していた定員を上回る参加希望が寄せられた。第1回の講師陣には一橋大学の木村増三、神戸大学の丹波康太郎、西野嘉一郎、住之江佐一郎、東北大学の国弘員人の各教授のほか、実務界からは西村正己、山中宏等、当協会幹部も含まれていた。

第2回は翌65年7月に開催された。この時は講師を前回の11人から7人に絞り、講師1人当たりの持ち時間を長くし、十分な講義と質疑応答ができるように企画した。講師については、会員からの要望によって、証券分析の実務家でシニアアナリストと目される人々を中心に依頼した。前回の西村正己、国弘員人のほか、新たに4社の調査部長および興銀の審査部長が加わった。第2回の講師陣7人のうち5人は当協会の理事を兼ねており、当協会手作りのセミナーという色彩が強かった。66年9月の第4回の証券分析セミナーは少し性格を変え、日本証券経済研究所との共同主催で高田清朗助教授（東京都立大学）を講師に迎え、グレアム、ドッド、コトル共著の『証券分析（第4版）』をテキストに毎月1回、16回の連続講義として行われた。

#### (5) 『証券アナリストジャーナル』の創刊

1963年2月の会員関係委員会第1回会議では、会報の発行の件が審議された。会報の性格としては、レベルの高い専門家向きのものであるべきことで意見が一致し、当協会のPRの意味もあるので外見上もできる限り立派なものであるべきで、紙質は良質のものを用いること、表紙デザインは専門家に任せること、会報名は英字を用いることが望ましいこと、などを決定した。会報の発行は月1回、創刊号の発行は一応同年3月末を目安とすることを確認した。

創刊号は予定通り63年3月30日に発行された。62ページ立て、表紙は小さめの赤い文字で『証券アナリストジャーナル』とあるほかはすべて英文で幾何学模様があしらわれたモダンなものであった。小池会長は巻頭の「本誌創刊にあたっ



『証券アナリストジャーナル』創刊号の表紙

## Column コラム <証券投資理論の歴史—その1>

### 健全な株式投資のための理論



1960年代前半に米国で証券アナリストのバイブル的存在とされたのはグレアム (Benjamin Graham) とドッド (David Dodd) の共著 *Security Analysis* (34年) であった。金融恐慌後の30年代前半の米国で、金融・証券関係の法律が次々と制定され、情報開示制度が整備されつつあった中で、健全な株式投資の可能性を示す本書が刊行されたことは、株式取引に新しい光を当てることとなった。それは証券アナリストの社会的地位の高まりにもつながり、47年に至って全米地区協会の連合体である Financial Analysts Federation (FAF) が設立された。

上記書で展開された考え方は、主としてグレアムの長年の研究に基づくもので、企業の収益力に関する情報を分析して株式銘柄選択を行うという体系的証券分析論であった。その後、こうした考え方を基礎としてウィリアムズ (John Williams) 等による理論展開が行われ、東京証券アナリスト協会が設立された後、こうした米国の証券分析理論を研究・紹介する活動や論文が多く見られた。

なお、広い意味での証券分析論は1870年代まで遡ることができるが、例えばチェンバレン (Lawrence Chamberlain) の *The Principles of Bond Investment* (1911年) は債券に関する分析が中心であった。その後、フィッシャー (Irving Fisher)、ジョーダン (David F. Jordan)、スミス (Edgar L. Smith) 等の研究を経て、1920年代には株式投資への関心が高まりを見せた。

て」と題する一文の中で、「当協会としては、まず欧米のアナリスト協会にわが協会の設立を告げて情報の交換を求めるとともに、企業分析の実際に触れるため、一流上場会社の首脳を煩わしてその業界ならびに会社の内容の説明を聞き、また証券分析の理論、手法の研究をも開始したのであるが、ここに機関誌として、証券アナリストジャーナルを刊行し、広く一般投資家各位にその成果を発表するとともに、大方のご協力を願うこととした」と述べている。

創刊号の目次は次のようなものだった。

本誌創刊にあたって	小池厚之助
アメリカのアナリスト	山中 宏
証券アナリストのテクニク	N. レオナード ジャービス

<企業分析>

日本の自動車産業と日産自動車	川又 克二
東洋レーヨンの現状と将来	森 廣三郎
建設業界の見通しと清水建設	吉川 清一
八幡製鐵とわが国鉄鋼業界	藤井 丙午

<海外資料>

アメリカの証券アナリストとセールスマン

－ 第3回投資政策委員会から

1963年の投資家へのアドバイス

－ U.S. News & World Report 誌記事の紹介

第1回欧州アナリスト会議報告概要

<証券分析>

分析理論委員会の活動状況

投資政策委員会の活動状況

海外調査委員会の活動状況

会員関係委員会の活動状況

創刊号の目次が示すように、初期の『証券アナリストジャーナル』は海外のアナリスト活動状況や証券分析理論の紹介など啓蒙的な色彩が強かったが、そうした中で、64年2月（第1回）と65年1月（第2回）に行われた懸賞論文の募集は、国内アナリストの研究意欲を大きく刺激するものだった。第1回の1等入選作は、宮井鉄郎（日興証券調査部課長代理）の「投資価値基準としての「総合投資利回り」」および神崎泰雄（同）の「転換社債と株主採算―一株当たり利益を希薄化させぬための転換価格の検討―」であった。1等の賞金はそれぞれ5万円、当時のサラリーマンの初任給が2万円弱であり、当時の当協会の財政状態を考えるとかなり頑張っただけという印象である。

## (6) 事務局の設置と当時の当協会財政

当協会設立のきっかけとなった米国証券アナリスト訪日団の受け入れをはじめ、当協会設立のための準備会合および発起人会、創立総会などについて、事務的な面はすべて東京証券業協会が引き受けた。

当協会設立直後は、日本証券経済研究所が事務局業務を代行したが、独立の事務所を設置することとなり、1963年1月に事務局を東京証券取引所向かいの日証館に移すとともに、専任の職員を4名採用して本格的な事務体制に入った。



事務局長（事務取扱）は当初吉田晴二（日本証券経済研究所理事長）が委嘱されたが、63年4月、専任の事務局長として大蔵省の推薦により同省出身の久米武文が選任された。

財政面は設立当初から苦労が多かったようだ。『証券アナリストジャーナル』の編集、講演会の開催等出費も多く、人件費の支払いも思うに任せぬ状態であった。当初から、このことは予想されていたので、当協会への財政援助を目的として法人、団体にも賛助会員として入ってもらった。しかし、中小証券の多くや銀行はアナリストに対する関心が薄く会費は思うようには集まらなかった。64年に入ってから折からの証券不況の影響を受けて、当協会としては人もカネも十分には確保できず、小池会長およびその後を継いだ西村会長は、予算を作成する際に各方面との折衝に追われた。当時の久米の証言によれば、西村会長がポケットマネーで経費を立て替えたこともあったとのことである。財政的に多少なりとも形が整ってきたのはかなり後、73年に当協会が社団法人となって資本市場振興財団から直接助成が受けられるようになってからである。

協会組織の面では、64年6月に副会長に新たに佐々木恭太郎（日本興業銀行取締役証券部長）を選任して2名体制にした。65年4月の臨時総会では幹事を理事に、会計幹事を監事に、常勤幹事を常務理事に名称変更することが決定され、総会後の理事会で常務理事に久米武文を任命した。同年5月副会長に山中宏（明治生命常務取締役）を互選、副会長は3名体制となった。この時以降、副会長は証券界、日本興業銀行、明治生命からそれぞれ1人ずつ務めるという形が長く続く（05年8月まで）ことになる。

なお、当協会の事業活動の基本は毎月の定例理事会で検討・決定されていたが、65年5月に理事会の諮問機関として新たに運営委員会が設置された。運営委員会の主たる任務は当協会の目的達成に必要な事業計画を企画し調整することとされ、初代委員長は西村正己副会長、副委員長には土屋陽三郎、高橋鉦太郎、山中宏が就任、委員としては当協会理事の中から12名が就任した。当委員会は当初、毎月1回昼食時に開催され、協会運営についての実質的な意思決定機関として重要な役割を果たした。

## 4. 発展への基礎づくり

### (1) 市場分析部会の設置と活動

協会設立当初の事業がそれぞれ緒につき、創立3周年を祝った後、協会は基礎固めのための地道な活動に専念することとなる。折から1965年7月の国債

発行方針の決定を契機に株式市場は急速な立ち直りを見せ、68年には証券会社が従来の登録制から免許制に移行、高度成長を背景に外国人投資ブームが起こるなど、証券業界も不況の傷が癒え、間近に迫る証券市場の国際化に向かって歩み始めた時期であった。この時期の新しい動きとしては、理論面では市場分析部会と技術部会の設置、将来の証券アナリスト資格制度創設を展望した証券分析研究会の設置と長期セミナーの開始、対外面では海外証券アナリスト協会との交流の促進が挙げられよう。

まず、市場分析部会であるが、理事会での議論の中で土屋副会長から、株価そのもの、あるいは市場そのものを分析研究する部会が必要との提言があり、66年8月土屋副会長を部会長とする市場分析部会が設置された。

会員一般に対する部会を開く前に、合同委員会で問題の所在を検討したいということで、66年9月「市場分析について」と題する合同委員会が開かれた。この会合では、東洋信託銀行の川合正治取締役管理室長ほか2名が講師として出席、グランビルの投資法則の紹介や東洋信託におけるテクニカル分析の活用状況などが紹介され、活発な議論が行われた。西村会長はそれらの意見を踏まえて、今後の部会運営に関して、「各社ともそれぞれにご研究をお持ちだと思うので、私の方の研究はこうだ、非常によく当たるとか、あるいは感度がいいというものがあったら、ここでご発表願いたい。誰も、どこにも先生を求めることのできない研究問題なので、ご研究になったことは、商売上の秘密にわたらない限りはご公開を願って、皆さんの知識を豊富にさせていただきたい」と締めくくった。

翌67年1月には、第1回の市場分析部会が開催され、東洋信託銀行の竹松投資分析部長を講師に、個別銘柄（約30銘柄）の買いと売りのタイミングの問題を中心に研究を進めた。この部会も会員一般から歓迎され、以後毎月1度のペースで開催された。初期のテーマとしては、「チャートによる投資決定モデル」、「売買高との関係でみた株価水準の安定性についての実証分析」、「強弱レシオの解説」などが取り上げられている。

## (2) 証券分析研究会の発足と長期セミナーの開始

証券不況から立ち直り、証券界の将来に明るい展望が開けてくるとともに、当協会でも、設立時の目的である証券アナリストの養成と証券アナリスト制度の確立に向けて積極的に事業を推進しようという機運が高まった。1970年4月の証券分析研究会の設置と71年1月から始まった長期セミナーは、将来のアナリスト資格制度創設に向けての準備という性格を色濃く持っていた。

## Column コラム

### 草創期のアナリストの活動ぶり



日本における証券アナリストの草分けの一人、蔵元康雄は1959年に大和証券に入社。国際部、ニューヨーク支店勤務を経験した後、69年米国の投信運用会社フィデリティの日本進出に伴って同社に移籍、日本株のアナリストとして活躍した。蔵元は当時のアナリストの活動ぶりについて次のように話している。

「フィデリティに移籍した当時、まだ日本はエマージングカントリーであり情報量が非常に限られていた。IRといった考えもほとんどなく、唯一の体系的な情報源である有価証券報告書は大部過ぎて翻訳しようとする人などいなかった。外国人投資家にとっては情報ギャップが大きく、私たち（外国経験のある日本人アナリスト）が貴重な存在と思われたのかもしれない。

会社訪問をする人が少ない時代で、会社側は何でわざわざ来るのかという感じだった。必要資金はまずメインバンクが面倒を見てくれるし、額面発行の時代でもあり経営者は自社の株価にあまり関心がなく、時価発行でしかも経営者が自社株を多く持っている米国とは全然違う世界だった。

例えば私がキヤノンを初めて訪問した時に会ってくれたのは当時の経理課長で後に社長・会長になられた賀来龍三郎氏。当時ほとんどの上場企業にIRの部署はなく、財務部長や経理担当役員が若い証券アナリストに会う習慣もなかった。

ただ当時からベンチャー的な企業は別だった。特に印象に残っているのは丸井の創業者、青井忠治さん。中野の住宅街にあった2階建てのプレハブのような本社に土曜日の午後お訪ねすると全員白ワイシャツで腕まくりして仕事をしている。その奥の狭い社長室で青井さんから資金調達苦勞話などを伺った。

当時私がお世話になったベンチャー企業家は京セラの稲盛和夫さん、セコムの飯田亮さん、イトーヨーカ堂の伊藤雅俊さん、オリエントリースの宮内義彦さんなどである。これらの会社は資金調達が大事なので当時から今でいうIRをよくやっていたし、外国人が来ると丁寧に対応していた。欧州などから機関投資家が来るとアナリストが苦勞して通訳を務めた。

その後大化けすることになる多くの企業を発掘し市場に紹介したのも、われわれ証券アナリストである。」

この両者を中心となって指導したのは、日本証券経済研究所の理事であった木村増三一橋大学教授であった。木村教授は「70年初めころであったか、証券経済研究所理事長の吉田晴二氏に呼ばれ、こんど研究所でアナリスト協会をバックアップすることとなったので、中心になってやってほしい、と言われた。証券分析研究会の方は、そういうわけで研究所と当協会の共催ということで始まった。当初は、ソーベイン（Harry Sauvain）の『投資管理論』を読んだり、かなり自分も時間を割いた」と語っている。

証券分析研究会は、学者と実務家で構成され、理論、実証分析の両面にわたって多数の研究、報告を行った。しかしこの研究会の最終的な狙いは証券アナリスト制度の研究に置かれ、研究会の成果を踏まえてアナリスト資格試験への展望を開くことが、当初の意図であった（その後、76年に同研究会は「ボンド・ポートフォリオ・マネジメント研究会」と改称された）。

米国では63年に最初のCFA試験を実施してから既に10年近くを経過、CFAは2,700名強となり、社会的にも高い評価を受けるようになっていた。日本でも米国水準に近い資格制度をつくりたいとの希望が多かったが、何分にも当協会創立以来日も浅く、具体的な青写真を描くには検討すべき課題が山積しているという状況だったため、取りあえず将来の資格試験実施を展望した長期セミナーを発足させることとなった。

土屋副会長は71年1月、長期セミナー（会計学）の開講に当たっての挨拶の中で、「（証券アナリスト資格制度の創設に向けて）手をこまねいて見ていることもできないので、とにかく勉強することが先決であることから、長期セミナーを開講することとなった。このセミナーを受講し、修得した人には、ある程度の優先的な資格を与えることが検討されている。ここでの勉強にとどまることなく、もっと広く、深くご自分で勉強され、近い将来予定されている証券

アナリスト試験実施の際は、いち早く資格を取得され、思う存分ご活躍されるよう祈る」と述べている。


この長期セミナーは、71年1月の会計学セミナーを皮切りに、初年度は東京、大阪でそれぞれ4セミナーが行われ、以後77年まで毎年それぞれ4セミナーが開催された。77年には名古屋でも開催され、これが後に当協会が名古屋地区で企業分析部会、勉強会などの事業を始める契機となった。それぞれのセミナーでは終了後に試験が行われ、合



長期セミナーの開講に当たって挨拶する土屋副会長

## Column コラム <証券投資理論の歴史—その2>

### 現代ポートフォリオ理論の発展



投資管理の体系的教科書としてわが国実務界でも広く読まれ、投資管理研究の出発点とされたソーベイン (Harry Sauvain) の *Investment Management* (1953年) は、個々の証券に固有のリスクを考慮して投資対象を選択するという考え方に立っていた。

一方、マーコビッツ (Harry Markowitz) は1952年に、リスクとリターンの定量的関係に基づいて最適な投資選択を行うためのポートフォリオ選択理論 (平均分散モデル) を “*Portfolio Selection*” (*The Journal of Finance*, Vol. VII, No.1) で発表した。その後、50年代後半から60年代前半にかけて、後にノーベル経済学賞を受賞したサミュエルソン (Paul Samuelson)、トービン (James Tobin)、アロー (Kenneth Arrow)、ドブリュー (Gérard Debreu) らが、不確実性とリスクをどのように分析の枠組みに取り込むかを熱心に研究した。モジリアニ (Franco Modigliani) とミラー (Merton H. Miller) がいわゆるMM理論を提示し (58年)、コーポレート・ファイナンスの基礎を築いたのもこの時期に当たる。そして60年代半ばから後半にかけて、シャープ (William Sharpe) やリントナー (John Lintner) の研究により、資本資産価格モデル (Capital Asset Pricing Model < CAPM >) が打ち出された。マーコビッツ、ミラー、シャープはポートフォリオ理論に対する貢献により、1990年にノーベル経済学賞を受賞した。

70年にはファマ (Eugene Fama) が “*Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work*” を *Journal of Finance* に発表し「市場の効率性」という言葉が使われ始め、73年にはブラック (Fischer Black) とショールズ (Myron Scholes) がオプション評価理論を提示した。

また、ロス (Stephen Ross) は76年にCAPMのように投資家の効用関数を前提とせずに資産の超過収益率を表す裁定評価理論 (Arbitrage Pricing Theory < APT >) を打ち出し、APTに基づいたマクロファクター・モデルを考案した。

ポートフォリオ選択理論、CAPM、オプション評価理論、APTによって、証券投資論は統一的な現代ファイナンス理論として大きく発展し、わが国における証券分析を大いに刺激したと言える。

ちなみに、マーコビッツ、シャープ、ロスはいずれも当協会主催の講演会で講演を行っている (それぞれ90年、85年、86年)。

格者には合格証書が交付された。

この長期セミナーは、他の当協会主催セミナーと区別するため、「証券アナリスト養成セミナー（基礎課程）」と名付けられた。

ちなみに初年度（71年）の長期セミナーの実施状況は次の通りである。

	東京	大阪
会計学セミナー	期間 1月20日～3月24日 (毎週1回) 講師 前一橋大学教授 飯野利夫 受講者 80名	期間 1月21日～3月24日 (毎週1回) 講師 神戸大学教授 久保田音二郎 受講者 57名
経済学セミナー	期間 5月12日～7月28日 (毎週1回) 講師 東京都立大学助教授 稲垣 寛 受講者 80名  期間 7月7日～7月23日 (集中講義) 講師 同上 受講者 53名	期間 5月13日～7月30日 (毎週1回) 講師 大阪大学助教授 貝塚啓明 受講者 58名
証券分析セミナー	期間 9月2日～11月17日 (毎週1回) 講師 一橋大学教授 木村増三 受講者 110名	期間 9月9日～11月25日 (毎週1回) 講師 同志社大学助教授 杉江雅彦 受講者 57名
財務諸表分析セミナー	期間 1月28日～4月11日 (毎週1回) 講師 日本証券経済研究所 主任研究員 森脇 彬 受講者 90名	期間 2月7日～4月12日 (毎週1回) 講師 関西学院大学教授 久保田音二郎 受講者 61名

長期セミナーはその後通信教育講座（第1次レベル）に引き継がれるまでの足掛け7年間にわたり、東京、大阪で各6回、名古屋で1回開催された。通期で見た所属別の受講状況等（人数）は次表の通りである。

	合格				不合格	受講者計
	4科目	3科目	2科目	1科目		
証券会社	212	106	150	359	368	1,195
投信委託	27	21	22	24	21	115
信託銀行	24	8	13	28	11	84
銀行等	7	-	3	12	8	30
生命保険	2	5	14	15	9	45
証券金融等	5	3	3	35	6	52
関係団体等	24	5	6	17	13	65
その他	-	-	2	2	3	7
計	301	148	213	492	439	1,593

### (3) 技術部会の活動

1968年7月の理事会で技術部会の新設が決定され、平原聡宏（日本証券経済倶楽部常務理事）が部会長に就任した。当協会の会員各社の技術出身者が中心となって部会の運営のあり方を検討した結果、技術出身者の懇親と研究の場を提供するとともに会員一般を対象とした講演会を行うという方針が決定された。同年8月、まず皮切りに、部会委員による会合に科学技術庁の武安義光計画局長を招き、「我が国工業技術の現状と問題点」について話を聞いた。12月には一般会員を対象に、工学博士鳩山道夫を講師に「半導体とIC その現状と将来」というタイトルで講演会を開催、以後ほぼ半年に1度のペースで先端的な技術についての講演会が企画された。

既存の部会の活動としては、各企業のトップマネジメントを招いての講演会や工場見学を内容とする企業分析部会が引き続き活発に行われ、毎回極めて盛況であった。この時期のスピーカー・リストの中には、ワコール・塚本社長、パイオニア・松本社長、日本ビクター・百瀬社長、本田技研・本田社長、三井不動産・江戸社長らの名前が見られる。なお、企業分析部会は当初業種別に四つの部会が設けられていたが、69年9月に従来の第1・第2部会を統合して第1部会に、第3・第4部会を統合して第2部会とした。新しい第1部会の部会長には安弘一郎、第2部会の部会長には鈴木啓介が就任した。ちなみに、発足以来69年末までの7年間で企業分析部会の開催数は236回を数えた。年平均34回弱のペースであった。

### (4) 海外のアナリスト協会との交流

当協会は、設立の経緯が示すように、当初から米国の証券アナリスト協会とのつながりが深かったが、当協会設立に10カ月ほど先立って設立された欧州証券アナリスト協会連合会（European Federation of Financial Analysts Societies：EFFAS）との交流も早くから始まった。1963年7月に英国ケンブリッジにおいて開催された第2回欧州証券アナリスト大会には、初めて当協会から植村茂（大和証券外国証券企画部課長）がオブザーバーとして参加し、以後18カ月に1度欧州各地回り持ちで開かれる大会に当協会からオブザーバーが参加することがしばらく続いた。68年11月西独のヴィースバーデンで開催された第5回大会からは、日本代表団を構成し、大会の正式メンバーとして討議に参加することとなった。その時の代表団は欧州駐在員の現地参加を含めて10名であった。

全米証券アナリスト大会への正式な参加は67年5月、サンフランシスコで



全米アナリスト大会に初参加 1967年5月

開かれた第20回大会が初めてである。この時は全米証券アナリスト協会連合会（Financial Analysts Federation：FAF）のレナ（Thomas H. Lenagh）会長より、日本から先方の指名した18名を招待したいという申し出があり、世話役には遠山直道（日興証券副社長）を要請してきた。この招待は、62年秋のサンフランシスコを中心とする米国証券アナリスト訪日のお返しという意味もあり、当協会幹部のすべてが含まれていた。これを受けて、遠山直道を世話役として17名が参加した。

同大会は夫人を含め2,300人が参加するという大規模なもので、日本からの参加者は、総会、講演会、分科会、工場見学（フィールドトリップ）などに分散して参加した。米国側は、来日時に世話になったお礼の意味もあり、期間中にFAF役員と日本側参加者との夕食会を設けるなど手厚い歓迎ぶりであった。夕食会の席上、遠山から来年以降の大会に日本の証券アナリストが出席できるよう道を開いてほしい旨の希望が述べられた。

この大会に出席した紅林茂夫（当協会理事、富士銀行取締役）は次のような感想を述べている。「①この大会はおそらくお祭りのなものと思って出掛けたが内容が充実していたので敬服した、②専門的な分野に偏ることなく、広い視野から大会のプログラムが組まれていた、③昼食会や晩餐会のすべてに講演が付いたのも印象的であった。」

日本からの参加者にとっては、大会の規模の大きさ、内容の充実ぶり、運営の手際の良さなどは目を見張るばかりであり、米国におけるアナリストの社会的地位の高さ、米国協会の強大な力を改めて強く感じる事となった。

翌68年5月にボストンで開かれた第21回大会に際しては、当協会の正会員に広く大会出席の機会を提供する意味で、前年9月に大会出席希望の有無を全会員に照会し、希望者のリストを作成し、当協会理事会で調整を加えたうえで米国側と折衝した。先方からはホテルの収容能力の関係で、日本からの人員を20名程度に制限して招待したいとの意向が伝えられたので、理事会で約20名の所属会社・機関別の割り振りを決定した。この大会には、当協会の久米常務理事を団長とする17名が参加した。参加に先立って久米は、「今後の毎年の大会に会員諸兄の出席が確保されるように、今年招待される一行がアメリカ側に好印象を与えるよう努めたい」と述べている。

当時はまだ海外旅行が容易でなかったため、第22回大会までは各社の社長、



専務クラスも多く参加した。その後は調査部門、国際部門の役員、部長クラスといった実務家の参加が中心となった。いずれにせよ、会員になれば全米証券アナリスト大会に参加できる可能性があるということは、当協会の会員募集の際のセールスポイントでもあった。参加希望が多いこともあって、1社1名に制限したり、抽選方式を採ったりしたが、現地参加も含めると全米証券アナリスト大会出席者は30名を超えたこともあった。3回目までは40日間くらいかけて欧州まで同一行動で回ったが、4回目以降欧州行きは取りやめとなった。

### (5) 当協会財政の立て直し

1968年12月には西村会長が勇退し、後任には土屋副会長らの働き掛けにより瀬川美能留（野村証券会長）が就任した。土屋は、「瀬川氏は当時東京証券業協会の会長であったので、諸団体の援助を受けるためにお骨折りいただいた。証券会社の免許制移行が片付き業況も好転するなど環境も良くなってはきたが、瀬川氏によって法人化、財政を含めた当協会の基礎固めができた」と後に述べている。

当初、当協会の運営で一番苦労したのは資金の問題であった。設立に当たって、証券会社、銀行等の法人に賛助会員として入会を要請したのもそのためであるが、初期は会員の増加も思うに任せなかった。物価の上昇や事業活動の拡大の一方で、収入の9割を占める会費は据え置きのみであったために、69年から70年にかけて資金繰りの困難、赤字の累積という事態となり、財政の立て直しが焦眉の課題となった。

当面の累積赤字の解消だけでなく、将来に向けて財政基盤を強化することが必要であり、瀬川会長時代に、後に述べる社団法人への改組問題とも絡めながら財政再建への努力が続けられた。

応急処置として、入会金を積み立てた「基金」の一部取り崩しと有力賛助会員からの臨時特別会費の拠出が行われた。

69年3月には定款を改正して全国組織とし、名称を「日本証券アナリスト協会（Security Analysts Association of Japan: 略称SAAJ）」に改めた。これを機に大阪を中心に会員が増え、同年12月には大阪支部を開設した。事務所は大阪証券取引所内に置き、事務局長に吉川喜久男を任命した。この時に、大阪証券取引所および関西地区を本拠とする証券会社が賛助会員として入会した。

70年10月にはさらに定款を改正し、会員種類を、従来の正会員、準会員および賛助会員から、個人会員、法人会員（個別企業）および賛助会員（業界団



大阪支部開設記念講演会で挨拶する瀬川会長

体等)に変更した。この機会に各地正会員協会等関係諸団体の賛助を受けることとなり、これが財政基盤の強化に大きく寄与した。ちなみにこの時点で、法人会員は証券会社、投信委託会社、銀行・信託銀行・生命保険会社など約140社、賛助会員は東京・大阪の証券取引所、各地域の証券業協会、投資信託協会、東京銀行協会、信託協会、生命保険協会、事業会社など約30法人、個人会員は約590名であった。

71年10月以降は、資本市場振興財団から助成を受けるようになった。ただ、当時当協会は任意団体であったため、直接助成を受けることができず、同財団からの助成金は日本証券経済研究所を經由して行われた。この助成金は、それ以来、当協会財政にとって大きな支えとなった。

71年7月には久米武文に代わって日銀出身の竹下文雄が常務理事に就任した。同年8月には新たに事務局長職を設け、新井喜太郎を任命した。

なお、当協会の事務所は66年2月、東京証券会館の竣工に伴い同会館の4階に移転した。



## 1. 幻に終わった社団法人への改組計画

1962年10月に当協会が設立された際は、サンフランシスコ協会を中心とする米国証券アナリスト視察団の訪日に間に合わせるよう設立を急いだため、取りあえず任意団体として発足したという経緯があった。しかし当協会幹部は当初から、当協会の資金的な基礎を固め対外的な信用を高めるために、社団法人に改組したいという希望を強く持っていた。

創立1周年を迎えた63年10月の幹事会で、社団法人への改組手続きを進めることが了承され、翌64年5月の定時総会で、同年9月末までに社団法人に改組することを決定した。その後、主務官庁である大蔵省と非公式に折衝を重ね、定款案を作成した。11月には設立者総会を開き、定款その他社団法人設立許可申請書の記載内容を決議するとともに、社団法人としての役員も選出し、小池厚之助設立発起人より大蔵大臣宛に許可申請書を提出した。

ところがその後、大蔵省での具体的な審議の過程で、当協会の名称やアナリストの定義・職責などをめぐる議論などから予想外に手間取り、そのまま越年、そうこうするうちに証券不況の深刻化でそれどころではなくなり、結局申請書は65年3月に自主的に一時取り下げということになってしまった。これに関しては、当時の大蔵省松井証券局長が『証券アナリストジャーナル』65年新年号に寄稿した年頭所感の中に、「新年に社団法人となる東京証券アナリスト協会の今後の健全な発展を祈る」との文言があったことから、正式認可寸前までいっていたことが推測される。

## 2. 再チャレンジで社団法人へ

それ以降、当協会にとっては社団法人への改組が悲願となっていた。1972年に主務官庁の大蔵省からこれに関して前向きな感触が伝えられ、社団法人設立趣意書案および定款案について大蔵省証券局との間で下打ち合わせが行われた。73年に入って、定款案の逐条審議が行われたが、ここでは大蔵省証券局総務課および大臣官房文書課の担当官の熱心な協力があった。

当時の大蔵省証券局長は坂野常和であった。坂野は62年7月に大蔵省理財局証券第二課長に就任して以来、ほぼ一貫して証券行政の中核にあって活躍してきたが、投資勧誘のあり方やアナリストの重要性についても早い段階から関心を持ち、深い理解を持っていた。坂野は後に「73年は、いろいろやりかけていた仕事の実った年で、かねての懸案だった日本証券業協会が発足し、その

## 日本人第1号のCFA



1969年に日本人として初めて米国の証券アナリスト資格CFAを取得した三國陽夫は39年生まれ。63年に東京大学法学部を卒業後、野村証券に入社。翌64年に同社ニューヨーク支店に転勤となったことが資格取得のきっかけになった。三國はCFA資格取得の経緯を次のように語っている。

「ニューヨーク支店では機関投資家を訪問して日本株のセールスを行っていたが、その時に先方のアナリストから日本株について質問攻めに遭い、経済や会計、企業財務に関する幅広い知識の必要性を痛感した。そのアナリストの勧めでニューヨーク大学の夜学で学び、同じその人の勧めで発足後間もないCFA試験にチャレンジすることとなった。

当時米国には、第1次試験に受かった人たちが後輩の面倒を見る5～10名単位のスタディグループというものがあり、米国協会の紹介でそのグループに参加し、勉強して第1次試験を突破した。難関といわれていたのが第2次試験。試験場で、特定の会社の実際のアニュアルレポートを1冊渡され、これについて売り買いの判断を含めレポートを作成せよというものだった。当時、電卓もなく、経営指標の計算は計算尺を使っていたので作業も大変、そこからレポートを書かねばならないので時間的にもかなり厳しい試験だった。幸いこれにも受かったが、そこで東京に転勤となってしまった。

当時30歳にならないと第3次試験を受ける資格がなかったが、その資格を満たした時点で、米国協会からもし望むなら日本で試験をしてもよいという話があり、特別に日本で一人だけの受験をして合格することができた。日本経済新聞がこのことを社会面でかなり大きく取り上げてくれたので、皆さんに注目していただけたようだ。まだ米国でもこの資格を持つ人の数は少なく、自分の登録番号は2360番であった。

CFAの試験勉強をしていて一番役に立ったことは、証券分析という分野だけにとどまらず、マクロ経済、金融、企業財務、倫理、法律など広い範囲でまんべんなく考え、理解するという姿勢を学んだことである。」

なお、日本証券アナリスト協会では69年10月に「表彰および褒賞に関する規則」を制定、その第1号として日本人として初めてCFA資格を取得するという快挙を成し遂げた三國陽夫を表彰した。日本に証券アナリスト資格制度が生まれ第1号のCMAが誕生するのに先駆けること12年であった。

機運に乗じて一緒にアナリスト協会も社団化されたということだろう。自分から早く社団化した方がよいくらいのことは言ったかもしれない。瀬川会長がおっしゃって、私が、ではご協力しましょうということだったかもしれないが…」と述べている。いずれにせよ瀬川会長、坂野局長のコンビで社団法人化がスムーズに進んだことは間違いないと思われる。

73年5月の理事会で、社団法人日本証券アナリスト協会設立趣意書案および定款案を決定するとともに、旧協会の残余財産については債権、債務一切を新社団に無償で引き継ぐこと、会員はすべてそのまま新社団の会員とすること、事務局職員はすべて新社団の職員とすること、という方針が決定された。

次いで73年6月11日に、任意団体としての日本証券アナリスト協会は臨時会員総会を開催して解散を決議、同日引き続いて社団法人日本証券アナリスト協会設立総会を開催した。設立総会では、瀬川美能留発起人を議長に選任した後、設立趣意書、定款などすべての議案を満場一致で可決、承認した。引き続き行われた理事会では、会長、副会長に旧・日本証券アナリスト協会の会長、副会長を選任、旧協会の常務理事については、専務理事と改称のうえ、選任した。新協会は、会長瀬川美能留、副会長土屋陽三郎（三洋証券社長）、池浦喜三郎（興銀副頭取）、山中宏（明治生命副社長）、専務理事竹下文雄という陣容でスタートしたのである。

設立趣意書では、証券アナリスト協会設立以来の歩みを振り返るとともに、近年証券市場の性格が大きく転換しつつあるとし、以下のように記されている。

「証券市場は国際市場として脱皮しつつあると同時に、株式市場においては個人から法人へ比重が移りつつあります。機関投資家は高度の証券投資運用能力を身に付けようとの努力を始め、これに対応して証券会社の側でも、証券アナリストの調査、分析が…（中略）…セールスの重要なポイントになりつつあります。さらに証券会社で引受業務を有するところにおいては、高い引受審査能力を求められ、ここでも証券アナリストに対する需要が高まろうとしております。

このような情勢の下で、当協会は証券アナリストの養成およびその能力向上を主目的に新たな活動に入ることを決意いたしました。証券アナリストの養成については、当協会は長期セミナーを通じて証券分析にかかわる基礎的知識の普及につとめてまいりましたが、今後はこの活動をいっそう充実して証券分析の知識を早急に普及し、さらには資格制度ないしは能力検定制度を設けるなどにより、証券、金融界における証券アナリスト制度の確立につとめたい所存でございます。当協会を中心に証券アナリストを養成し、さらに

高度の研修と最新の正確な情報入手の機会を与えることにより、信頼される証券アナリストの調査資料、助言、判断が広く利用されるようになれば、健全な証券投資を促進するうえで大きな効果を上げ得るものと思います。結果的には長期的投資を基盤とする証券価格を促し、従来から少なくなかった株価変動に対する批判も少なくなると期待する次第であります。

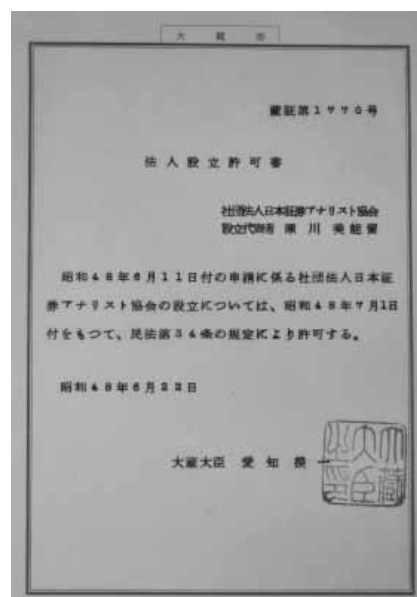
よってこの際、従来の任意団体を改組して社団法人とし、社会的信用を高めて当協会の事業活動の充実をはかることが必要かつ適切と信じる次第であります。社団法人に改組するとともに、今後ますます政府のご指導を得て、証券アナリスト制度を通じ、証券市場の健全な発展に寄与したい所存であります。」

なお、設立総会では、当協会の経済的基盤を確立するために、関係団体および法人から、基本財産として寄付を受けることが決議された。これは坂野証券局長の強い勧めによるもので、坂野は「証券に関する諸団体を見てきた経験からすると、株式出来高の変動に左右されないためにも、独立した権威を持つためにもやはり基本財産を持つことが必要、会費だけが唯一の財源となるとオレ達が支えているのにいばるなよということになりかねない」と述べている。社団法人発足時の基本財産は、関連団体よりの寄付金1.5億円であった。その後、資本市場振興財団からの寄付金などがあり、基本財産の額は75年9月末時点で3億円となった。社団法人化によって資本市場振興財団から直接に助成を受けられるようになったこととともに、基本財産を持ったことが後の当協会運営に関して大きな助けになった。

設立総会の決議に基づいて、73年6月11日付で主務官庁である大蔵大臣宛に社団法人日本証券アナリスト協会設立許可申請書を提出した。申請書に掲げられた当協会の目的は、次の通りであった。

「証券分析技術の向上、普及と証券アナリストの養成によって証券投資の健全化をはかり、日本経済の発展に寄与することを目的として、次に掲げる事業を行う。

- (1) 証券分析技術の研究および調査
- (2) 証券分析、企業分析、財務諸表分析等に関する教育セミナー、講演会、研究会等の実施
- (3) 証券分析に関する資料の収集、公開、頒布
- (4) 諸外国の同種協会との意見と情報の交換



社団法人設立許可書

(5) その他本会の目的を達するために必要な事業」

これを受けて、73年6月22日付で大蔵大臣愛知揆一名での法人設立許可書（蔵証1770号）が発出され、7月1日に念願の社団法人化が正式に実現した。

なお、翌74年3月に瀬川会長は在任5年強をもって退任、後任には白木小一郎（日興証券相談役）が就任した。

## 3. 証券アナリスト資格制度（検定会員制度）の創設

### (1) 証券アナリスト資格制度創設研究委員会の設置

社団法人化によって当協会の財政基盤が安定し、折から証券市場も活況を呈したことから、当協会にとってもう一つの懸案であったアナリスト資格制度創設への環境が整ってきた。1974年に入り白木会長および土屋副会長から竹下専務理事に対し、「米国の制度を手本として、わが国の風土にマッチした証券アナリスト資格制度を創設することについて、委員会を設けて、早速研究をスタートしよう」との意向が伝えられた。

これを受けて、事務局では同年4月、当協会の高橋捷宣主任を米国に派遣し、FAF（全米証券アナリスト協会連合会）およびICFA（Institute of Chartered Financial Analysts：米国公認証券アナリスト協会—CFA 試験実施機関）において、米国の試験制度の実情、考え方などを調査させた。この調査結果をベースに、議論のたたき台となる証券アナリスト資格制度試案が作られた。74年9月の理事会において証券アナリスト資格制度創設研究委員会の設置が可決され、委員の選任を経て11月には第1回の委員会が開催された。委員は17名であり、内訳は学界2名、証券5名、投信委託2名、生保1名、信託2名、都・長銀2名、証券関係団体3名であった。委員長には土屋陽三郎、副委員長には鈴木啓介を選任、当協会の高橋主任より、米国の公認証券アナリスト試験制度および証券アナリストに関する規制問題について調査報告があり、今後の委員会の運営方法を決定した。

ちなみに、当委員会設立に関して理事会に提出された起案書では、設立の趣旨について次のように述べている。

「最近特に、個人証券投資家に対する適正な投資情報の提供および機関投資家の成長や投資顧問業の発展等に伴い証券分析業務の重要性が高まっており、証券アナリストの専門的知識水準と証券分析能力の向上が要請されている。これらの要請に応えるため、

(1) 一定水準以上の専門知識と分析能力のある者に対し、その資格を証明



## Column コラム

## アナリストの良き理解者だった証券局長



当協会発展の大きな契機となった1973年の社団法人化、これを認可した当時の証券局長坂野常和は、早くから公正な証券分析に基づく投資勧誘の必要性を指摘するなど証券アナリストの良き理解者であった。

坂野は20年東京の生まれ、43年9月東京帝国大学法学部政治学科卒業とともに大蔵省に入省、大臣秘書官、証券局総務課長、証券局長を歴任したのち、日本化薬(株)に転じ、社長、会長を務めた。62年理財局証券第二課長就任時に、当時の証券会社経営の危うさ(借金が多い、運用預かりが多い、固定資産が多い、手元の流動性がない、収益が薄い、人をたくさん採用している)に気付き、健全経営のための目安となる指標を示した「証券業者の財産管理等について」(63年7月5日蔵理5304号)を発出、この通達はいわゆる「坂野通達」として大きな反響を呼んだ。

坂野は日本の証券会社における投資勧誘態度についても関心が深く、証券第二課長時代の1963年4月に、当協会投資政策委員会主催の懇談会で「適正な投資勧誘」というテーマで講演している。その中で「日本ではアナリストあるいはコンサルタント的な態度の外務員はほとんどいないのではないか。既にアメリカなどで非常にやかましく議論の対象となっている投資勧誘態度というものを、日本の証券界も真剣に取り組んで、根本的に改善しなければならない時期に来ている」と述べた。また証券局長時代には、『証券アナリストジャーナル』71年10月号に当協会創立9周年に寄せた「所感」を寄稿、その中では「わが国の証券界、証券市場が発展して行くためには、証券界、証券市場に対する国民の信頼を一層高めていくことが必要であり、公正な証券分析に基づいた健全な投資態度の確立が必須の条件である。このため証券アナリストの機能に対する期待は今後ますます高まって行くものと考えられる」と述べている。

当協会の長年の懸案だった社団法人への移行が坂野局長時代に実現したのは決して偶然ではなかった。

する。

(2) 証券アナリスト一般の専門分野の勉強に目標を与える。

これらによって、証券アナリストの資格の明確化と、その社会的地位の確立をはかることが必要と考えるので、証券アナリストの資格制度を創設する

ことが望まれる。

このためには、衆知を集め、わが国の証券制度の一環ともいえるこの資格制度が、実情に即したものとなるよう、下記案の如き委員会を設け、資格制度案の作成に当たることが適当と考えられる。(以下略)」

この委員会は、以後79年まで4年半にわたり合計19回開催され、アナリスト資格をめぐるさまざまな論点から議論が行われた。ここでの議論を通じて徐々にわが国の証券アナリスト資格制度の骨格が形成され、79年6月の臨時総会での検定会員制度新設の決定につながっていった。

## (2) 資格制度創設研究委員会における議論

当委員会での審議内容や進捗状況は、適宜当協会の運営委員会に報告されたほか、主務官庁である大蔵省証券局とも密接な連絡を保ちつつ進められた。しかしながら、委員会が発足してから資格制度ができるまでに4年半を要したことが示すように、資格制度発足までの道のりは決して平坦なものではなかった。

第1回から第5回までの会合では、欧米の制度、特に米国の証券アナリスト試験制度について研究したほか、各業界ごとに実施された証券アナリスト資格制度に関するアンケート調査の結果が報告された。調査結果によると、資格制度の必要性については必要であるとの回答が圧倒的多数を占めた。資格付与の機関については生保および投信では3分の2がアナリスト協会がよいとしたのに対して、信託ではアナリスト協会がよいという回答と、当初はアナリスト協会、将来は国がよいという回答がそれぞれ40%強と拮抗、証券では、当初は協会、将来は国という回答が6割強を占めた。当初から国がよいという回答は少数派であり、少なくとも当初はアナリスト協会が資格付与するという意見が圧倒的であった。こうしたアンケート調査の結果を踏まえて1975年3月には大蔵省証券局長宛に当委員会の審議状況について中間報告を行った。

第6回からは、資格制度の具体案について項目ごとに議論が行われた。75年7月の第9回委員会には、それまでの討議に基づいて作成された「証券アナリスト資格制度要綱案」が提出された。この要綱案には、日本証券アナリスト協会が選考試験を実施し、合格者に対して当協会が資格を付与するという基本方針が盛り込まれていた。

この制度要綱案に基づいて、将来の証券アナリスト試験実施の準備のため、証券アナリスト試験準備委員会を設けることが決定された。同委員会は一橋大

学の木村増三教授を委員長として75年10月に第1回の会合を行い、以後、資格制度創設研究委員会と並行する形で試験実施への準備が進められた（証券アナリスト試験準備委員会の活動については後述）。

「要綱案」がまとまった段階で大蔵省事務方との話し合いが行われたが、先方の対応は極めて慎重なものであった。76年1月に竹下専務理事が大蔵省証券局を訪問した際には、まず先方から「アナリスト資格制度に関し、骨格的なものは大蔵省も承認しているので、本年中に発足できるという雰囲気証券界にあるが、証券局では慎重に考えており、石橋をたたいても容易に渡らぬといったくらいの態度でいることを認識してほしい」とクギを刺された。慎重な理由として先方は、「証券アナリストは投資顧問と密接な関係にあるので、投資顧問制度との兼ね合いにおいて証券アナリスト制度を考えていく必要があり、これを安易に認めることは難しい。大蔵省としても証券アナリストの必要性は認めており、これを育てていくことには賛成である。しかし試験制度の実施を簡単に認めることには問題があり、まして現在証券アナリスト的活動をしている者に安易に資格を与えるのは危険である」とし、「目下のところ大蔵省側の検討が十分に進んでいないが、今後は相当注文を付けるつもりである」とのことであった。

そして、差し当たっての個別の問題点として、資格の名称について国家資格を連想させる「公認」、「チャータード」という言葉の使用は困る、「アナリスト」という用語も何とかならないか、試験委員のメンバーにはどういう人が適当か十分吟味する必要がある、例えば学者だけでは不十分ではないか、試験科目についても慎重に検討する必要がある、等が指摘された。

なお、当協会専務理事の竹下文雄は76年2月をもって専務理事を退任、後任には同じ日銀出身の吉野道夫が就任した。第11回の委員会からは吉野が出席し、資格制度発足に向けた各方面への折衝などに精力的に取り組むことになる。

大蔵省側の指摘を受けて、資格制度創設研究委員会では「要綱案」の再検討を行い、同年5月の第12回委員会で、差し当たり要綱案の一部について、

- (1) 資格称号は、「検定証券アナリスト」とすること、
- (2) 試験によらないで認定によって資格を付与するという道を残すことは取りやめること、
- (3) 行為基準および罰則規定等に関する条項を要綱案に追加し、詳細については専門委員会を設けて検討すること、

を決定し、これを文書で大蔵省に報告した。この文書では、資格制度の考え方

として「証券アナリストを積極的に育成しその社会的地位を高めていくために、試験制度に基づく資格付与の方法が実際的かつ効果的である」との基本認識の下に、具体的には、

- 〔(1) 当面、専門的な証券分析の仕事に従事するに足る基本的な専門知識と分析能力をそなえ、かつ相当の実務経験を有する者に対し、これを他と振りわけ、証明する意味で、一定の試験を経て資格を与える。
- (2) 資格の水準は、わが国の現状から著しく遊離しない範囲で可能な限り高いものとする。一つの目安としては、米国公認アナリスト試験の第2次と第3次の中間くらいのレベルが考えられるが、具体的な内容は試験準備委員会で検討する。
- (3) 資格者には、それにふさわしい倫理並びに行為基準の遵守を義務付けることが必要であり、その実効性を確保するための制度を設ける。
- (4) 資格制度の発足によって、証券アナリストおよびその志望者に勉学の目標と指針が与えられることになるが、同時に、資格制度は実務界と直結した形で証券分析に関する理論分野の発達を促すものと期待される。こうした教育効果の促進について、当協会は積極的に取り組むこととする。〕

と述べている。

これを受けて76年9月、証券アナリストが従うべき職業行為基準を研究するために、資格制度創設研究委員会の小委員会として「倫理委員会」が発足した。同委員会は山崎富治委員長の下で前後7回にわたる審議を行ったが、当時は証券アナリスト資格制度自体がまだ発足しておらず、資格者にふさわしい職業倫理・行為基準の遵守を義務付ける意義についての意見がまちまちであり、結局時期尚早ということで、この倫理委員会は具体的な職業行為基準を採択しないままに審議を終了した。その後、同委員会は79年に「規律委員会」と名称を変更したが、しばらくは特に活動をしないまま打ち過ぎ、結局86年4月に投資顧問業法制定の機運に応じてメンバーを一新して審議を再開、87年7月の「証券アナリスト職業行為基準」の制定に結実した（後述）。

なお、これに先立って、76年5月に発表された証券取引審議会の「株主構成の変化と資本市場のあり方」に関する最終報告書では、「企業と一般投資者の間に立って専門的立場から財務諸表等を分析する証券アナリスト制度の活用が期待される。わが国においては、いまだアナリスト制度が定着していないが、今後、資格制度の導入を含め、わが国の実情に即した制度のあり方を検討してゆくことが望ましい」との表現が盛り込まれていた。

76年11月には、社団法人日本証券業協会より、証券アナリスト資格制度の創設に関連して、次の3点から成る要望書が提出された。

- (1) 試験の受験資格、アナリストの資格付与の条件については、できる限り証券従業員が広く受験でき、また、資格付与を受けやすいようにすること。
- (2) 証券アナリストに対し、証取法および関係法令等により証券従業員に課せられていると同等の行為基準、倫理基準を設けること。
- (3) 資格制度が発足した後のアナリスト協会の運営についても証券界の意見が十分反映されるよう配慮すること。

### (3) 資格制度創設研究委員会における議論 その2

1977年1月から5月にかけて、白木会長、吉野専務理事を中心とする当協会幹部は関係諸団体および大蔵省を個別に訪問し、証券アナリスト資格制度要綱案を説明し意見を求めた。主な説明先は、東京証券取引所会員代表者会、日本証券業協会、同大阪地区協会、同名古屋地区協会、投資信託協会、地方銀行協会、全国銀行協会連合会、信託協会、生命保険協会、損害保険協会、大蔵省など20先近くに上った。

こうした説明の過程で浮かび上がってきた問題点およびそれに対する当研究委員会での議論は次のようなものであった。

- (1) 証券アナリスト資格制度が証券会社の経営格差を拡大することになるのではないか（日本証券業協会および行政当局からの問題提起）
  - 証券アナリストに合格する者が大証券に集中するかどうかは、実施してみないと何とも言えない。大証券は自前で研修できる一方、極端に忙しくてとても試験など受けられない、等の事情もある。
  - 検定アナリストの活動で中小証券が押しまくられ、格差が広がるというのは心配し過ぎではないか。検定アナリストの権威が高まれば、中小はそれを逆手に取って、むしろ格差縮小につなげることもできるはずだ。特に情報入手については、中小も格段に有利になる。
  - 中小ないし地方証券業者が受験上不利という点については、セミナーの充実、通信教育制度の創設等、協会が勉学の機会を広げる努力をすべきだ。
- (2) 資格を持った証券アナリストが独り歩きをして弊害を生じないか（行政当局からの問題提起）
  - 検定アナリストに倫理規定、行為基準を守らせ、弊害の起こらないようにすることが必要。

- 将来独り歩きの検定アナリストが増えてくることは避けられないが、そのために証券会社の営業に悪い影響が出てくるというのは、心配し過ぎではないか。信用ある検定アナリストが独立して活動するのはむしろ好ましいとも言える。アナリストを自社に抱えたくない会社は、それらとタイアップし、活用する道も開けてくる。
- (3) 資格を持った証券アナリストのセールス行為は認めてよいか（学界および行政当局からの問題提起）
  - セールス行為と言っても、対個人投資家と対機関投資家では事情が違ふ。対個人投資家については、肩書をセールスに使わせると、場合によっては、個人投資家がそれを過信し、ミスリードするという慎重論もあった。
  - 学界の一部からは、当初からきちんと職能分離をしておかないと、資格制度が正しく育たないとの意見もあった。
  - これに対して証券界の大勢は、セールス行為に肩書を使わせてよい、という意見であった。検定アナリストがセールス行為をすれば事実上肩書は使うだろうし、また、禁止するのでは資格を取る励みがない。検定アナリストは分析能力があることの証明なのだから、彼らが肩書を示してセールスをするのはセールスの質を高めることになる。検定アナリストにはそのくらいのプライドを持たせる方がよいとの主張であった。

なお、資格制度の実施自体については、研究委員会では反対意見はなかった。また、土屋委員長は、経営格差問題は証券界内部の問題であり、この問題のために資格制度はやめた方がよいとは言えない。本制度創設を前進させるため、なるべく早く証券業界の中で解決に努力してほしいと述べている。こうした議論を経て、当協会と日本証券業協会との間では徐々に相互理解が進み、77年央ごろには、日本証券業協会の首脳陣からも、「もうこの辺で制度を発足させてもよいのではないか」との声が聞かれるようになった。

一方、大蔵省側からは、証券局首脳の交替が行われ、新体制の下でいま一度資格制度について検討したいので、若干の時間が欲しいとの意向が示され、その結論待ちという状況となっていた。

#### (4) 白紙還元の危機？

証券アナリスト資格制度創設への歩みは、ゴール間近で大きな危機に直面することとなる。1978年春になって、大蔵省からアナリスト資格制度の根幹に

関する幾つかの指摘がなされ、再検討したらどうかとの示唆を受けたのである。78年3月の第17回資格制度創設研究委員会における吉野専務理事の報告は、次のようなものであった。

「関係各方面との最近の話し合いの中で、証券アナリストについて〈資格試験〉を実施する場合、資格取得者の独り歩きに伴って予想される困難や問題等に対して当協会はどのような責任を取れるかなど、問題が多いとの指摘を受けている。また、本件は、〈資格〉を付与することの意味や利害得失など、基本的な問題に立ち返って検討するとともに、従来の〈資格試験制度案〉に固執することなく、例えば、〈能力検定試験〉を実施して、合格者に合格証書を与える方法等も含めて、再検討してはどうか、との示唆を受けている。」

「能力検定試験」となると資格・称号は付与されず、合格者と当協会とは直接には関係がないということになる。74年11月の証券アナリスト資格制度創設研究委員会発足以来、関係各界や行政の事務方とも連絡・調整を重ねつつ営々と積み上げてきたアナリスト資格制度に関する議論が、白紙に戻りかねない重大な指摘であった。

吉野専務理事の報告を受けて同日の委員会では、

- 資格制度は当協会の設立、社団法人化と密接に絡む問題であり、また76年5月の証取審報告書の趣旨に沿うものである。単に試験を行うだけでは、後退し過ぎではないか、
- 長年、当協会のセミナー、通信教育を通じて「資格取得」を目的に勉学を続けてきたまじめな受験者層に不満を与えるのではないか、
- 現状を打開、前進するため将来を展望したうえで、「能力検定試験」制度も考慮することにしてはどうか、
- その際、試験合格者について、何らかの形で協会がフォローする方法を考えていくことが必要ではないか、

などさまざまな意見が出たが、結局、従来の「資格試験制度案」だけにこだわることなく、「能力検定試験案」等も含め、幅広く再検討していくことについて各委員の了承を得た。そこで、以後、関係各方面との折衝を通じて具体案を作成し、改めて同委員会に諮ることとなった。

## (5) 大人の知恵で局面を打開

この決定を受けて、当協会事務局および証券アナリスト資格制度創設研究委

員会では、「能力検定試験案」や「修正版資格試験案」、「折衷案」などさまざまな案が検討され、大蔵省との間でも落とし所を探る話し合いが行われた。

そうした中で浮上してきたのが、「資格を付与する」という明示的な表現をなくする一方で、合格者に対して「検定会員」という呼称を許すことによって、実質的には証券アナリスト協会が資格を付与したと同じ効果を持たせるという、いわば大人の知恵ともいべき妥協案であった。これに伴って要綱案のタイトルも、これまでの「証券アナリスト資格制度要綱案」から「証券アナリスト試験制度案」に変更となった。

ちなみにこれまでの「資格制度要綱案」では、

1. 証券分析業務を行うため必要とされる基本的な専門知識と分析能力をそなえ、かつ、相当の実務経験を有する証券アナリストに対して、資格称号を付与し、その資格を証明する。
2. 資格の称号 検定アナリストとする。
3. 資格の付与 社団法人日本証券アナリスト協会とする。
4. 資格付与の方法 社団法人日本証券アナリスト協会が実施する試験に合格した者に対し、理事会の審査を経て資格を付与する。

と明記されていたのに対して、「試験制度案」では、

1. 証券分析業務に必要な知識と能力について試験を行い、合格者が一定水準以上にあることを証明する。
2. 試験は社団法人日本証券アナリスト協会が実施する。
3. 第2次試験に合格した者は、当協会の個人会員として入会し、検定会員と称する。

とされた。

この「試験制度案」については、1978年末までに大蔵省側の内々の了承が得られたので、翌79年1月に証券アナリスト資格制度創設研究委員会と倫理委員会の合同委員会を開催し、審議・検討の末この案を正式に了承した。この合同委員会の席上の主な意見は次のようなものであった。

- この案は、資格・称号を付与しないことや、受験資格を当協会の法人会員会社に所属する役職員に制限している点など、当初案とは相違しているが、現実的な観点から見ると、この案でスタートすることがよい。
- 名称は「検定会員」とし、英訳も用意したい。
- 受験資格に、当協会が実施するセミナー、通信教育の受講を義務付けた形となっているが、将来、試験の積み重ねに伴いスタディガイド等が出来上がった時点では再考の余地がある。



- 実施のスケジュールについては、できる限り早めに第2次試験を実施し、「検定会員」を誕生させるのがよい。

こうした経緯を経て、79年5月、証券アナリスト資格制度創設研究委員会土屋委員長より理事会白木議長宛に、正式に「証券アナリスト試験制度案」についての答申が行われた。74年11月に制度創設研究委員会が発足して以来約4年半、同委員会の会合は公式のものだけで19回を数えた。

答申を受けて79年6月の臨時総会において、試験の実施および検定会員制度の新設を内容とする定款の一部変更を決定し、大蔵大臣の認可を受けた。7月には証券アナリスト試験制度実施要領を制定、証券アナリスト資格制度創設研究委員会および証券アナリスト試験準備委員会は廃止され、倫理委員会は規律委員会と名称を変更した。

7月25日、兜町記者クラブにおいて、白木会長、吉野専務理事が出席して試験制度の概要についての対外発表が行われた。11月の理事会では、検定会員の英文名称を“Chartered Member of Security Analysts Association of Japan”（日本証券アナリスト協会検定会員）とし、略称をCMAとすることを決定した。

翌80年3月の臨時総会後の理事会で、証券アナリスト試験制度の実現に努めてきた白木小一郎会長が退任し、後任会長には山内隆博（大和証券会長）が選任された。副会長には土屋陽三郎に代わって山崎富治（山種証券社長）が就任、池浦喜三郎（日本興業銀行頭取）、山中宏（明治生命社長）は留任することとなった。

## 4. 証券アナリスト試験の開始

### (1) アナリスト試験準備委員会の活動

1975年10月に発足した証券アナリスト試験準備委員会（以下、試験準備委員会という）は、証券アナリスト資格制度創設研究委員会の活動と並行する形で、試験をどのようなものにするかの検討を進めた。

試験準備委員会の初会合では、委員長に木村増三一橋大学教授、幹事には津村英文専修大学助教授を選任した後、委員会の運営方法について、次のように決定した。

- 試験科目ごとに専門学者と実務家による分科会を設けて「学習の手引き（スタディガイド）」の案を作る。

- 専門学者の分担は次の通りとし、実務家の分担は後日決定する。
- 木村委員長は調整、総括に当たり、分科会としては証券分析を担当する。

(分科会と担当) ○印は取りまとめ

- (1) 経済 = 従来のセミナー科目：経済学  
○稲垣 寛 東京都立大学助教授 蠟山昌一 大阪大学助教授
- (2) 会計A = 従来のセミナー科目：会計学  
○飯野利夫 中央大学教授 久保田音二郎 関西学院大学教授
- (3) 会計B = 従来のセミナー科目：財務諸表分析  
○森脇 彬 桜美林大学講師 久保田音二郎 関西学院大学教授
- (4) 証券分析 = 従来のセミナー科目：証券分析  
○津村英文 都立大学助教授 木村増三 一橋大学教授  
杉江雅彦 同志社大学教授

その後約1年間に及ぶ分科会での検討作業を経て、翌76年12月に開催された第2回会合では、当協会吉野専務理事より、「学習の手引き」に関して実務家レベルのアドバイザーの人選を進めている旨の報告があった後、4科目の「学習の手引き」幹事試案について審議が行われた。

翌77年2月の第3回会合では、「学習の手引き」に関するアドバイザーの意見について検討が行われ、所要の修正を行ったうえで早急に確定することが申し合わされた。また、第1次試験の試験日、時間、配点等についても検討が行われ、①試験は1日、試験時間は合計5時間程度とし、科目別の試験時間は60～90分前後の範囲で適宜案配する、②合否の判定は科目ごとに行い、不合格の科目については2～3年に限りその科目のみの再受験を認める、③合否判定水準は、最低限の知識をテストするという試験の性格から、60～70%をめどとする、等が合意された。

この第3回会合をもって発足以来1年半に及んだ試験準備委員会の活動は一段落となった。そして79年7月の証券アナリスト試験制度実施要領の制定に伴い、同委員会は廃止された。

## (2) 通信教育講座の実施

証券アナリスト資格制度発足へ向けての検討が時間を要している状況の中で、長期セミナーでは地域的にも人数的にも限界があることから、長期セミナーを受講することの困難な人々に対して通信教育講座を開設すべきとの意見が強

## Column コラム

### 教育プログラムの生みの親は一橋トリオ

アナリスト協会の通信講座・試験制度は、その導入に先立って行われた証券アナリスト養成長期セミナーの経験を踏まえて創設されたものであり、このセミナーに参画した比較的少数の学識経験者を中心に、制度の立ち上げ、運営が行われた。

その中心となったのが、証券分析の木村増三（一橋大学—青山学院大学、証券アナリスト資格試験準備委員会委員長）、財務会計の飯野利夫（一橋大学—中央大学、長期セミナー当初から平成2年の教育プログラム抜本改正までの間、財務会計を一貫して担当）、そして少し遅れて証券分析の津村英文（野村投信、一橋大学大学院を経て学界に転じ専修大学。通信教育講座開始時より参画、基本テキスト、証券分析用語辞典など多数執筆）の3教授であり、いわばこれら一橋トリオが教育プログラムの生みの親であり、育ての親であった。

当協会顧問の由良玄太郎は、「自分が専務理事になったばかりのころ（1984年）、木村、飯野両教授と一夜懇談の機会を持ったが、席上両先生とも一橋の伝統である実学（実務に密着した学問）の精神を熱っぽく説かれ、それがアナリスト教育への情熱ともなっておられる様子であったのが、強く印象に残っている」と述べている。

なお、89年にスタートした新教育プログラム検討のための研究会に参加し、あるいはその後新プログラムの中心となったいわば第二世代の方々には、東京大学大学院の諸井ゼミ（会計学、ファイナンス論）門下や、慶應義塾大学、神戸大学系統の方が多い。

まり、1977年10月から、いわば見切り発車の形で通信教育講座が開始された。

その第1期の概要は次の通りであった。

#### (1) 講座科目

「証券分析」、「経済」、「財務会計」および「財務諸表分析」

（科目は従来の証券アナリスト養成セミナーおよび予定される第1次試験と同じ）

#### (2) 内容

第1次試験のための「学習の手引き」に準拠して行う。

理論的な面と実務的な面とのバランスを図った講座とする。

(3) 講師

「証券分析」

- 木村増三 一橋大学教授  
杉江雅彦 同志社大学教授  
津村英文 専修大学助教授  
太田八十雄 山一証券経済研究所証券調査部次長  
堺 雄一 明治生命有価証券部財務調査課長

「経済」

- 稲垣 寛 東京都立大学助教授  
西川俊作 慶應義塾大学教授  
蠟山昌一 大阪大学助教授

「財務会計」

- 飯野利夫 中央大学教授  
小澤康夫 専修大学教授  
川口順一 東洋大学教授

「財務諸表分析」

- 鎌田信夫 南山大学教授  
武田安弘 愛知学院大学教授  
平澤英夫 日本興業銀行参事役  
森脇 彬 桜美林大学講師

(4) テキストと添削

テキストは、月1回、4科目並行して送付し、10回で完了。

添削問題は、原則として月1回送付、回答回数80%以上の者には修了証書を授与。

(5) 教育期間

1977年10月より10カ月間。

(6) 認定試験

講座終了後認定試験を行う。認定試験に合格した者は、対応する科目について今後実施予定のアナリスト試験第1次試験を免除する。

### (3) 通信教育試験管理委員会の発足と試験の実施

通信教育の講座終了後に行われる試験については、合格者が今後予定されるアナリスト試験の第1次試験を免除されることおよび従来の長期セミナー終了後の試験に比べて受験者数が多いことから、本番を想定した万全の体制で臨む

必要があった。

このため、1978年5月に第1期通信教育試験管理委員会（委員長は吉田晴二日本証券経済研究所理事長）を発足させた。この委員会の任務は、①試験委員会委員の選定、②試験実施方針の決定、③試験実施の細目の決定、④試験の合否の決定、とされた。同委員会はアナリスト試験制度発足後は証券アナリスト試験・試験管理委員会（委員長は荒井勇日本証券経済研究所理事長）となった。

試験問題作成および配点と答案の採点に当たる試験委員会の委員には、通信講座の講師のうち学界関係者を選び、委員長には木村増三一橋大学教授が就任した。

試験委員会の助言を受けて試験管理委員会が決定した方針および実施細目ののっとり、78年8月に東京（青山学院大学）、大阪（大阪証券会館）、名古屋（日本証券業協会研修会議室）、金沢（福井ビル）、福岡（天神ビル）の5会場で試験が行われた。試験科目は、証券分析、経済、財務会計および財務諸表分析の4科目、試験時間はそれぞれ80分間であった。出題は、第1期通信教育のテキストの本文、練習問題あるいは添削問題の学習の結果が反映するような内容とし、その水準は将来の証券アナリスト第1次試験の水準に見合うものとされた。1科目100点満点で、科目ごとの合格点は60点とされた。

第1期通信教育の受講者、試験受験者、合格者等は次の通りであった。

	証券分析	経済	財務会計	財務諸表分析
受講者（人）	1,266	1,146	1,240	1,261
受験者（人）	288	275	352	337
合格者（人）	176	122	201	131
合格率（%）	61.1	44.4	57.1	38.9

#### (4) 第2期通信教育の実施

第2期の通信教育を開始するに当たっては、第1期の経験を生かすとともに、実業界や受講者の意向も取り入れるべく、全面的な見直しが行われた。

まず、木村増三、飯野利夫、西川俊作の3教授と当協会の吉野専務理事が第2期通信教育の進め方について協議、その後、岡田繁大和投信監査役を座長とする「教育方針に関する懇談会」において実務家サイドからのさまざまな意見を聞いた。それらの過程で、「教育レベルを第1次レベルと第2次レベルに分け、第1次では概観・基礎知識を主とし、第2次では各論・特殊項目を中心とする。

第2次レベルの教育の終了によって、一連の証券分析業務に、一応一人前として従事し得る程度の知識を得ることをめどとする」ことが確認された。

こうした議論を踏まえて当協会では1978年11月にアナリスト教育プログラムの全体像を体系的に取りまとめた「証券アナリストは、何を、いかに学ぶべきか（案）」を作成した。第2期通信教育（第1次レベル）のテキストの執筆に当たっては、この「証券アナリストは何を、いかに学ぶか」にのっとることとなった。

そのほか、通信講座テキストの執筆に当たっては、第1期の反省に立って、①記述は通説ないし多数説により、理論等について大きく異なった考え方がある場合には、それを併記して紹介する、②なるべく具体的な事例を用意するほか、財務会計と財務諸表分析では特定の財務諸表を共通の教材として利用するなど、理解しやすい、一貫性の取れたものにする、③添削問題は各テキストごとに2問ずつ出題することとし、各問題ごとに必ず出題の狙い等および解答の要点を取りまとめ、テキスト本文、添削問題の原稿と同時に用意する、④毎回3問程度の練習問題を出題し、必要な学習上の指示をする、⑤証券分析は数人による共同執筆になるので、他の執筆者による原稿を互いに通読し合い、フランクに意見交換すること、などが申し合わされた。

第2期通信教育（第1次レベル）は、79年5月から10カ月の期間で実施された。途中の79年6月に証券アナリスト試験制度が正式に認められたため、講義終了後の80年4月に実施された試験は、第1回の証券アナリスト第1次試験となった。

## (5) 第2次レベル通信教育と第2次試験の実施

1979年6月にアナリスト試験制度の発足が正式に決まって以来、なるべく早期に第2次レベルの通信教育を開始し試験を行って検定会員を誕生させるべきとの考えで、試験管理委員会および試験委員会が中心となって作業を急いだ。

ここでの検討結果を踏まえて、80年6月に試験管理委員会は「証券アナリスト第2次レベル通信教育および第2次試験実施要領」を決定した。議論の過程では、既に長期にわたって実質的にアナリスト的な業務に携わってきた人たちの扱いをどうするかが難しい問題であったが、特例措置として第1次試験を免除するとともに、特別試験を実施するということで決着をみた。実施要領の主な内容は次の通りである。

### 1. 第2次レベル通信教育と第2次試験

- ① 第2次レベル通信教育は、第1次レベル証券アナリスト通信教育講座

の内容の理解を前提とし、証券分析に必要な、より高度の知識および実務応用能力を身に付けることを目指す。

② 通信教育終了後行う試験を証券アナリスト第2次試験とする。

## 2. 第2次レベル通信教育の受講資格

① 当協会が過去に実施した通信教育講座（第1次レベル）または長期セミナー（証券アナリスト養成講座基礎過程）の認定試験で4科目に合格した者。

② 証券分析業務またはこれに準ずる業務に10年以上の経験を有する者。

## 3. 第2次レベル通信教育の内容

① 教育の基本的な狙いは、総合判断力の養成に置くが、講座は便宜上「証券分析」、「経済」および「財務分析」の3分野に分けて実施する。

② テキストは毎月各分野1冊を6回ないし8回配布する。

③ 適宜総合問題を出題し添削指導を行う。

## 4. 第2次試験（一般試験）

通信教育の講座終了後、その受講者を対象に試験を実施する。

## 5. 長期実務経験者に対する特別試験

① 証券分析業務またはこれに準ずる業務に10年以上の経験がある者は、81年および82年に実施する第2次試験に限り4.の一般試験に代えて、実務的問題処理力をテストするための特別試験を選択することができる。特別試験は筆記試験に加え面接試験を行う。

② 特別試験の対象分野は「経済・景気・産業」、「金融・財政・外国為替」、「証券分析・投資管理」および「証券アナリスト管理」の4分野とし、その出題範囲等を明確にするため、スタディガイドを配布する。

③ この特別試験を選択する者も第2次レベル通信教育を受講するものとする。

通信教育テキストの執筆に当たっては、具体的な執筆方針として、

1. 理論の説明には必ず具体例を掲げる。実例を中心に具体的に理論を説明するくらいが望ましい。

2. 実例はできる限り日本のデータによる。

3. 理論や手法の説明は単一のものの説明だけでなく、各種のものを紹介して、問題を広く総合的に判断する力を涵養させるよう指導する。

などの点が申し合わされた。こうした執筆方針からは、米国のビジネス・スクールにおけるケーススタディを日本のアナリスト教育にも取り入れたいという講



第2次試験風景（青山学院大学）

師陣の意欲がうかがわれる。

初回の第2次レベル通信教育講座は、80年8月から81年3月にかけて行われ、その終了を待って81年5月に初めての証券アナリスト第2次試験が実施された。

## (6) 検定アナリストの誕生

初めての証券アナリスト第2次試験は、一般試験と特別試験とに分けて行われた。特別試験は、証券分析またはこれに準ずる業務に10年以上経験がある者を対象とした。一般試験は筆記試験のみ、特別試験は筆記試験および面接試験であった。出題の狙いは、一般試験については「証券アナリストに必要な高度の知識および実務的応用の総合的テスト」に、特別試験については「長期実務経験者としての実務問題処理能力のテスト」に重点を置くこととされた。特別試験の問題作成については、試験委員とは別に、日本銀行、証券団体協議会など中立的機関等に勤務する実務家に依頼した。

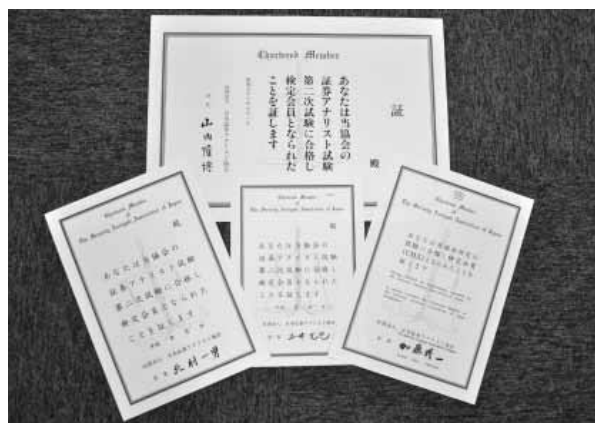
筆記試験は、一般試験、特別試験共に1981年5月17日に行われた。試験会場は、国内では東京（青山学院大学）、大阪（大阪証券会館）、名古屋（日本証券業協会研修センター）の3カ所、海外ではニューヨーク、ロンドンの2カ所であった。特別試験受験者については、筆記試験の採点完了を待って6月下旬に東京および大阪で面接試験が実施された。

こうしたプロセスを経て、7月に証券アナリスト第2次試験の合格者が発表された。受験者数340名のうち合格者は246名、合格率は72.4%であった。合格者で証券分析の実務経験を3年以上有する者は当協会の検定会員（CMA）として入会することとされており、当協会は、従来からの個人会員のほかに新たに241名の検定会員を迎え入れた。試験制度による会員の誕生は、当協会設立以来20年目の出来事であり、米国のCFA試験制度による証券アナリストの誕生に遅れること18年であった。ちなみに合格者をその所属する業態別に見ると次の通りである。

証券会社	112名	45.6%
調査会社	49	19.9
投信委託	33	13.4
投資顧問	13	5.3
信託銀行	18	7.3



銀行	4	1.6
生命保険	11	4.5
損害保険	1	0.4
証券取引所	4	1.6
証券金融	1	0.4
合計	246	100.0



検定会員の認定証

合格発表翌日の朝日新聞は、「証券アナリスト試験制度で初誕生 60歳から27歳まで246人—

—消せるか“株屋体質”」という囲み記事を掲載し、

その中で、「(大規模な仕手戦で話題となった)誠備グループ事件の後だけに“株屋”からの脱皮機運が盛り上がっているが、欧米と違い、独特の経験や早耳情報が支配しがちな兜町で、どれだけ定着するか、注目されている」とコメントしている。また同じ記事の中で、当協会吉野専務理事の次のような指摘を紹介している。「(証券アナリストが)日本で定着するには①カネを払う価値のある情報が組み立てられる、②レポートにアナリストの署名を入れ、責任を明確にする、③掛け声だけでなく、証券会社自体がアナリストを活用する、などが必要である」。逆に言えば当時はそうした条件が満たされていなかったわけで、証券アナリストをめぐる当時の状況を物語る指摘と言えよう。

## 5. 『証券アナリストジャーナル』の編集等

### (1) 証券アナリストジャーナル編集委員会の発足

当協会の機関誌『証券アナリストジャーナル』は、1963年3月の創刊以来、事務局が中心となって編集作業を行ってきたが、編集方針の確立や内容の充実、向上のためには、新たに委員会を設立して検討することが必要という意見が強まり、76年9月に津村英文専修大学助教授を委員長とする「証券アナリストジャーナル編集委員会」が新設された。委員会のメンバー10人は、委員長を除いて証券会社および機関投資家の課長クラスの実務家であった。

同委員会では、最初に事務局から『証券アナリストジャーナル』の実情について、「柱となるべき証券分析関係論文や時事問題、解説記事が少なく、企業分析部会や講演会などの記録記事が多い。これの是非等について編集委員会で検討していただく必要があると思われる」との問題提起がなされた。

同委員会は77年11月までの間に10回開催され、突っ込んだ議論が行われた。

## 初回アナリスト試験の最高齢合格者

1981年7月に第1回の証券アナリスト第2次試験の合格者が発表され、晴れて246人の検定アナリストが誕生したが、その中での最高齢合格者は当時日本投信委託会社の会長であった60歳の伊藤正夫であった。伊藤は三重県出身、陸軍士官学校を経て旧満州派遣、陸軍士官学校教官などを務め、戦後は三重県庁、ローカル紙の記者などを経験。49年から地元の岡三証券に入社し常務取締役へと累進、系列の日本投信で社長、会長を務めた。岡三証券時代には同証券の調査部門を立ち上げ、「情報の岡三」を標榜した。

伊藤は最高齢合格者として、読売新聞の「人間登場」欄や週刊文春のコラムなどにも写真入りで大きく報道された。当時の伊藤の言葉として次のようなことが残されている。「証券界に入って32年、営業や調査など現場の仕事は一通りやってきましたが、すべて応用問題ばかりで、基本理論を勉強したかった。通信教育も受けましたが難しかったのは数学ですね。陸士卒で一応は勉強していますが、Σ、δなどギリシャ文字にカナを振ってある本探しから始めました」（週刊文春81年7月30日号）、「国立大付属小学校の転入試験、3度の就職試験、オートバイ免許などを合わせると、今度の試験で12戦全勝。試験に強いのはツイている証拠かな」「証券業界では個人株主離れが進んでいるが、嘆かわしいこと。信頼される兜町づくりが、これからも変わらぬ唯一の仕事」（読売新聞81年8月6日朝刊）。

伊藤の証券アナリストとしての情熱と向学心は年を経ても衰えず、80歳を超えるまで、毎年の証券アナリスト大会には最上段近くの席に陣取って議論を聞く伊藤の姿があった。

その主な論点は次のようなものであった。

### ① 『証券アナリストジャーナル』の性格付けについて

理論誌であるべきか、会報誌であるべきか、両者の折衷を目指すか。これについては、「理論誌と会報誌を別々に発行すべき」との意見を含めさまざまな意見が出たが、結論としては、「当面はこれまでの性格を踏襲して、理論誌と会報誌の性格を併せ持ったものにする」という意見が大勢を占めた。また、幅広い会員の期待に沿うよう、会員本位の雑誌にすべきこと、論文の内容が理論倒れになってしまえば意味がないので実務家に広く読

まれる記事を目指すべきこと、が確認された。

② 企業分析部会の記事の扱いについて

「速報性に欠ける」、「企業の説明を単に掲載するのはいかがか」などの意見もあったが、「中・長期の視点で企業を見るのに参考になる」、「業界の動向や問題点を把握するのに有益」などの意見が大勢を占め、当面は従来通りとすることとなった。

③ 海外論文の翻訳・掲載について

以前に比べ海外論文の翻訳・掲載が減ってきているが、海外の論文・文献にはまだ学ぶところが多いので、できる限り掲載する。そのために、編集委員会委員の所属会社が分担して海外の定期刊行物をフォローすることとなった。

④ 『証券アナリストジャーナル』のあるべき姿について

「毎号の編集に当たっては、一定の手続きを踏み、明確な目的意識を持って臨むべきである」、「特集を組むべきである」、「座談会や対談記事を取り上げるべきである」、「タイムリーなものにウエートを置くべきである」、「高邁な論文ばかりでなく、読みやすいものにすることが望ましい」、「掲載論文のレベルを確保するためにレフェリー制度を設けるべきである」など、さまざまな意見が出され、実現可能なものから手を付けていくこととされた。

また、「これまで本誌に掲載された論文は、証券アナリスト養成に燃えた学者方の論文がほとんどで、会員が自発的に執筆した論文がない」、「会員からの投稿論文を増やすことがぜひ必要」との声も多かった。これに関しては委員長提案により、「投稿規程」を作って広く論文を募集することになった。この投稿規程は、『証券アナリストジャーナル』76年11月号以降の各号に掲載された。

この時のジャーナル編集委員会は、10回にわたった集中討議の後には、個別号の編集方針にタッチすることはなく、自然休会となった。

## (2) 出版事業の開始

『証券アナリストジャーナル』では、早くから証券分析に関する海外の論文等を翻訳し、紹介してきたが、そのうち1977年9月号から連載した論文集 *The theory and practice of bond portfolio management* (Institutional Investor Systems, 1976) の翻訳が完了したのを機に、東洋経済新報社の協力を得て1冊

の本にまとめ、『債券投資の理論と実際』という書名で79年3月に刊行した(津村英文・寺田徳監修)。当協会の出版事業として初めての単行本の刊行であった。

この論文集は、米国の季刊誌 *The Journal of Portfolio Management* に掲載された論文の中から、同誌編集長ピーター・バーンスタイン (Peter L. Bernstein) が、債券ポートフォリオ管理の理論とテクニックに関する論文11編を選んでまとめたものである。当時の『証券アナリストジャーナル』は「協会だより」の中で、「わが国においても投資対象としての公社債に対する関心が一段と高まりを見せている折柄、債券投資に携わる実務家にとってはもちろんのこと、債券投資に関心をお持ちの向きにとっても、この種の類書がほかにないだけに、格好の手引書と言えるだろう」と紹介している。

82年4月には、スタンフォード大学経営大学院のジョージ・フォスター (George Foster) 准教授著の *Financial Statement Analysis* を翻訳した『資本市場と財務分析』(飯野利夫監修)を同文館出版から刊行した。これは、当協会の企業会計委員会を中心にチームを編成して翻訳したものである。原著はもともとシカゴ大学経営大学院のテキストとして執筆されたものであるが、その後改訂を重ねて、米国の多くの大学・大学院において標準的なテキストとして広く使われていた。

さらに83年4月には、同じスタンフォード大学経営大学院のウィリアム・シャープ (William F. Sharpe) 教授著の *Investments, 2nd Edition* (Prentice-Hall, 1981) を翻訳した『現代証券投資論』(小野二郎・津村英文・寺田徳監修)を刊行した。原著は、当時米国で投資分析に携わる証券アナリストやポートフォリオマネジャーの間で座右の書として広く読まれており、また米国のCFA試験の参考文献として好適との評価を米国で与えられていたものであった。

これら3冊の翻訳書は、いずれも当協会の活動に積極的に参画していた学者および実務家から成る翻訳チームの労作であり、日本の証券アナリストの知識レベルの向上に大きく貢献するものであった。

## Column コラム <証券投資理論の歴史—その3>

### 行動ファイナンス



CAPM、APT、オプション価格理論などの現代ファイナンス理論の枠組みは、「裁定」が正しく働く効率的市場（完全市場）と経済合理的な投資家を前提としている。しかし、こうした枠組みが現実的でないと指摘が1981年にシラー（Robert Shiller）によってなされた。またカーネマン（Daniel Kahneman）とトゥベルスキー（Amos Tversky）は、79年にプロスペクト理論によって、投資家が経済合理的でない行動を取り得ることを体系的に示そうとした。

こうして80年代に入ってから、認知心理学の研究成果を応用した行動ファイナンスが発展してきた。行動ファイナンスは、経済合理的でない投資家の存在と裁定取引の限界を考慮することによってアノマリー現象を説明しようとし、心理的バイアスや情報の非対称性の影響などから、現実の資本市場での裁定は不完全であると主張する。

ただ、このような行動ファイナンスを新しいファイナンス理論として考えることについては異論もある。すなわち、アノマリーとされる現象をある種のリスクファクターの表れとしてとらえると、現代ファイナンス理論の枠組みに収めることができ、市場を合理的価格形成の場として扱えることとなる。

# 1. 20周年を迎えた証券アナリスト協会

## (1) 20周年記念誌を発行

1982年10月に当協会は創立20周年を迎えた。最初の10年は創業の理想と苦難のうちに過ぎ、社会的な信用や財政基盤が一応固まったのは73年に社団法人に改組されてからであった。その後試験制度が実施され、国際的なアナリストの連携も始まる中で迎えた20周年であった。

折からわが国では、戦後の高度成長期を経て、企業の業績や成長性などに格差が見られ始め、それが個別企業の株価にも反映するようになってきたうえ、資金調達面では時価発行増資や転換社債の発行、海外での起債など多様化が進み、資金の運用面では年金基金、投資信託など機関投資家が厚みを増してポートフォリオ管理の重要性が高まるなど、アナリストの活躍の場が広がろうとしていた。当協会も体制整備をほぼ終えて、一段の飛躍へ向けてまさに踏み出そうとしていた節目の時期だったと言えよう。

20周年の特別な行事は行われなかったが、『証券アナリストジャーナル』では83年1月に創立20周年記念特集号を発行した。特集号では、山内隆博会長、水野繁大蔵省証券局長、小池厚之助初代会長の巻頭言のほか、「これからの金融市場と企業財務—アナリスト論序章—」と題する座談会（出席者は三国陽夫三国事務所代表取締役、椋木罔光日立製作所社長室部長代理、蠟山昌一大阪大学経済学部教授）が生まれ、これまでの当協会の歴史をまとめた「当協会20年の歩み」も掲載された。山内会長は、「創立20周年を迎えて」と題する巻頭言でこれまでの当協会の歴史を振り返った後、次のように述べている。

「わが国のアナリストの生い立ちや経済社会における位置付けが欧米とはかなり異なっていることは重要な点である。長い歴史の所産とはいいいながら、欧米のアナリストはその一人一人が投資社会の中であって独立不羈の立場と地歩を確立してきた。アナリストであるが故にその発言が重視され、アナリストであるが故にその経済的、社会的地位が保証されており、証券アナリスト協会はそれらの個々の独立したアナリストたちが寄り集まってつくったものである。

わが国の場合も、基本的には、アナリストの仕事が投資社会の発展の中から、自ら求められて育ってきたものであることは言うまでもない。しかし同時に、将来を洞察された先輩方が人知れぬ苦勞のもとに集まってアナリスト養成の場をつくり、わが国の特殊な社会風土の中であってアナリストという職業の確立に努力してきたことも事実である。ここに日本のアナリストに

とって本質的な問題が潜んでいると思われる。今後アナリストの将来像をどう展望するかということは、日本の証券取引制度ないし証券市場にかかわる重要な問題であり、日本証券アナリスト協会にとって最大の課題もここにあると言えよう。われわれは、今後、プロフェッションとしての証券アナリストの水準の向上、その職責、権利と義務の確立に努めるとともに、新しい投資社会を確立する前提として投資顧問業の育成や秩序の確立などといった問題についても大きな関心を払いたいと考える。手の届きそうもない大きな隔たりを前にしながらも、私は、アナリストの役割の洋々たる前途を確信し将来の輝かしい夢に向けて努力を続けていきたいと思っている。」

同じ『証券アナリストジャーナル』特集号に掲載された「当協会 20年の歩み」は、吉野専務理事が中心となって取りまとめたものである。取りまとめに当たっては、創立当初から当協会の発展に貢献した多くの人々へのインタビューを行っており、その記録が詳細な年表と共に貴重な資料として残されている（今回の50年史編さんに当たっても、これらの資料を活用させていただいた）。

## (2) 20周年時点での当協会の状況

ここで、創立20周年の時点での当協会の状況を見ておこう。

まず会員数であるが、1982年9月末時点で個人会員は1,291人であり、うち試験制度によって誕生した検定会員が682人、一般会員は609人であった。創立当時の個人会員が380人（当時は検定会員の制度がなかった）だったので、20年間に個人会員数は3.4倍になったわけである。また、同じく82年9月末時点で法人会員は263社、賛助会員は19団体と、発足時の両者合わせて30社に比べ9.4倍となった。機関誌『証券アナリストジャーナル』の発行部数は82事業年度（81年10月～82年9月）は月平均2,400部であった。

73年の社団法人への改組を機に設けられた基本財産は、発足当初151百万円であったが、その後82年度までに証券業界等からの寄付金収入52百万円、資本市場振興財団からの寄託金250百万円および一般会計からの繰入金5百万円等を加え462百万円となっていた。82事業年度の一般会計決算を見ると、収入は213百万円、うち会費収入は57百万円、事業収入は36百万円、資本市場振興財団からの助成金が76百万円、基本財産等からの利子・配当収入が76百万円となっている。この時期はまだ事業収入のウエートが低く、資本市場振興財団からの助成金や、基本財産の運用益に依存する度合いが大きかったことがうかがえる。

事務局の体制としては、吉野専務理事、渋谷事務局長を含めスタッフは15名（うち2名が大阪支部）であった。

なお、証券アナリスト試験制度の実現をはじめ、アナリスト協会の将来の発展への基盤づくりに努めた吉野道夫専務理事は84年5月に退任し、後任の専務理事には同じ日本銀行出身の由良玄太郎が就任した。

## 2. 投資顧問業法の制定

### (1) 投資顧問業に関する証取審特別部会の発足

瀬川会長時代の1973年ごろに、投資顧問業法を作ろうという動きがあったが、結局その時は法制化ができなかった。80年代半ばになって投資顧問業法を作るべきではないかという機運が再び出てきた。この背景としては、一つには「誠備グループ事件」、「投資ジャーナル事件」など投資顧問絡みの事件が世間の注目を集めたこともあるが、それ以上に、年金、投資信託など機関投資家の運用資産が厚みを増し、運用の効率化、高度化が求められる中であって、投資顧問業側の対応、整備が必要になってきたという時代の要請によるところが大きかった。ちなみに大手証券会社は、それまで生保、信託業界に限られていた年金の運用業務に参入したいという思いもあって、投資顧問業法の制定に熱心であったといわれている。

84年12月に証券取引審議会の委任を受けて、投資顧問業務等について検討を行うことを目的に「投資顧問業務等に関する特別部会」が設置された。設置に当たって大蔵省佐藤証券局長は、「法制定以前の問題として、わが国における投資顧問業務のあり方について掘り下げてほしい。またアメリカ等では投資顧問業においてアナリストが重要な役割を果たしているが、そういった問題も含め幅広い審議を願いたい」と述べている。

この特別部会の座長には証券取引審議会の谷村裕会長が就任し、委員としては、証取審メンバーの中から谷村座長を含め4名、ほかに学識経験者4名、専門委員9名が選任された。当協会の由良専務理事も専門委員の一人として参加することとなった。

### (2) 「アナリストと投資顧問業務のあり方に関する懇談会」の設置

こうした証取審側の動きに呼応して、当協会では1985年1月に「アナリストと投資顧問業務のあり方に関する懇談会」を設置し、そこでの議論を踏まえ



て証取審特別部に臨むこととした。証券アナリストは投資顧問業務において中核的な役割を担っており、当協会にとっては、特別部会における公的な議論に参加することは、証券アナリストについての大方の認識を深め、そのステータスの向上を図る重要な機会と考えられたからである。

懇談会は土屋陽三郎理事を座長とし、法人会員の役員の中から特にアナリストについて造詣の深い9名のメンバーおよび当協会から由良専務理事、大久保理事、金窓事務局長が参加して、証取審特別部会における審議と並行して8回にわたって開催された。

懇談会で議論のポイントとなったのは、第一に投資顧問業の開業について免許制にすべきか登録制が望ましいか、という点であった。これについては、「免許制によって強い参入規制をするのは投資顧問業の性質からいっておかしい」、「銀行業や証券業と違って、投資顧問業の場合はまさにパフォーマンスが問題なのであり、資本金とか扱い資産の規模とかは関係がない」、「量的な基準で規模の大きいものだけを認めるとなると、非常に優秀な人が少人数集まって独立して投資顧問業をやるのが排除されてしまう」などの意見が出され、開業については登録制であるべきとの意見が大勢であった。投資家の立場からすると、免許といういわば当局のお墨付きに頼らず自己責任で投資顧問を選択することとなるが、このためには、投資顧問の行為基準を定め違法行為は厳格に取り締まることに加えて、個々の投資顧問についてのディスクロージャーがきちんとなされることが必要で、ディスクロージャーの内容としては、例えばリサーチアナリストとファンドマネジャーの人数、専門に関する経歴、検定アナリストなどの資格取得状況などが考えられるとされた。なお、投資顧問業務の中で売買一任勘定については、その性格および投信委託会社や信託銀行などとのバランスから、登録制ではなく免許制が望ましいとされた。

第二に、アナリストの育成およびステータス向上のためにどのような方策が必要かが議論された。これに関しては、投資顧問業法の制定を機にアナリスト資格を法制化し国家資格としてはという議論もあったが、大勢としては「(予測という不確実要素を扱う)証券アナリストは法制化にはなじまない」、「アナリスト資格試験の受験者が非常に多くなりつつあることが示すようにアナリストの社会的ステータスも徐々に出来てきている」、「今の制度のままでもう少し実力を付けていって自然に社会的認知を受けるようにすべきだ」、「検定アナリストを抱えているところが良いパフォーマンスを上げるという実績をつくるのが先決」などという意見が多かった。これに関しては、米国において、SECが試験による公的な資格制度の導入を提案してもアナリスト協会が反対して立

法化を阻止してきているといった例も紹介された。

第三に、わが国のアナリストのあるべき姿についても幅広く議論された。日本では「アナリストは株価についてうんぬんするな（株式部長に任せておけ）」というような伝統があるが、もっと株価判断に踏み込むべき、「署名入りの個人的レポートが書けるアナリストであるべき」、「所属を離れて評価されるアナリストが出てこなければ」などの意見が相次いだ。またそうした議論の過程で、アナリストとしての職業倫理基準を定めること、企業のディスクロージャー改善のための活動が必要なことなど、その後具体化されることになる提案も行われた。

### (3) 証取審特別部会における由良専務理事の説明

当協会由良専務理事は懇談会の都度、証取審特別部会での議論の進捗状況を報告するとともに、懇談会での議論を特別部会に反映させるよう努めた。特に、1985年7月の特別部会第6回会合では、懇談会の議論を踏まえて作成した資料を基に説明を行った。由良専務理事は、「アナリストの意義と機能」、「わが国の現状と展望」、「アナリストの職業的地位」について説明した後、本論であるアナリストの育成・位置付けについて次のように述べた。

- ① 投資顧問業の健全な発展を期するうえで高度の専門能力を身に付けたアナリストの育成が不可欠である。
- ② アナリスト育成のための方策としては、各方面での着実かつ組織的方策の積み重ねが必要であるが、一つ大事な点はアナリストの社会的地位を高める、言い換えればアナリストが専門家として広く社会的に認識されることによって職業的なインセンティブを与えるという観点からの方策が必要。
- ③ 社会的認知を広めるために各国の証券アナリスト協会が共通の目標としてやっているのは、専門職業としてのスタンダードを確立すること。そのために一つは専門的な教育プログラムを行うこと（試験制度による資格付与も含む）。これは日本でも証券アナリスト協会が既に実施している。もう一つは、専門家としての職業倫理綱領と行為基準を策定してこれを遵守、励行すること。この二つを柱とした自己規制を行っているのが世界の流れである。
- ④ 投資顧問業に関する法整備が行われる場合のアナリストの位置付けに関してはディスクロージャーの充実徹底が重要と考える。投資顧問を顧客が選択するに当たってはもちろん、投資顧問業に何らかの開業規制を課す場

合には、最も重要な判断要素となるべきは担い手であるアナリストの質であるので、それに関する情報が十分に投資家および監督当局に対して開示されることが望ましい。

- ⑤ 投資顧問業に関する法制整備がアナリスト育成の一つの契機となるように希望する。

#### (4) 特別部会の報告と投資顧問業法の制定

証取審特別部会は10回にわたる審議を経て、1985年11月に「証券投資顧問業のあり方について」という報告書をまとめ、証券取引審議会に提出した。報告書の結論は、「有価証券に係る投資顧問業に関し速やかに法制整備を行うべきである」というものであり、その中の第8章「ファンドマネジャー、アナリストの位置付け」の項では、上記の由良専務理事の特別部会での説明内容を大方取り入れる形で次のように記述された。

「高度の専門能力を問われる投資顧問業では、（専門機能の発揮を通じて証券の売り手、買い手間の情報ギャップを埋め、効率的な証券市場の形成に寄与するファンドマネジャー、アナリストなどの）スタッフを確保することが重要な課題である。これらの専門的職業は、広範な能力、素養、経験が求められるが、その性格上、あくまでも競争原理に基づく自助努力を基本とすべきであり、また、企業内や自主規制団体において職業倫理綱領の制定等を行うことが望ましい。顧客が投資顧問業者を選択する場合に、重要な判断要素の一つとなるこれらの専門スタッフに関する情報、例えば、ファンドマネジャーやアナリストの数および質についての情報が十分に開示されるようにする必要がある。こうした開示制度を通じて、ファンドマネジャー、アナリスト等に関する認識が浸透し、信頼性が高まることが期待される。」

報告書の「結び」は、投資顧問業のあり方と法制上の考え方について、次のようにまとめられている。

「わが国経済にとって証券投資顧問業は新しい業域である。この新しい業域を現状のようにいわば無規制状態のまま放置しておけば、投資家被害などの問題が生ずるとともに、健全な業務展開が制約されることは避けられないと思われる。（中略）

（投資顧問業務に関して規制のルールづくりを行うにあたって）その基本的な土台として、われわれは、次の点を重視し検討を進めてきた。

第1に、投資家被害の防止にあたっては予防的措置が何ものにも優るとい

うことである。

第2は、投資顧問業の規制および健全な業務展開を図るにあたって必要な諸措置を総点検した結果、要所となるべき措置は限られているということである。金銭等の保管の禁止、開示義務の徹底、投資一任勘定の認可制など規制の要点を絞った方が効率的に対応することができる。

第3は、投資顧問業については、投資家保護を念頭に置きつつ、投資顧問業者の間での競争原理や投資家の自己責任原則を根底に据えて考えるべきであり、そのような観点から過度にわたる規制は避けるべきである。

折から、証券市場の国際的連関が急速に進み、資産のグローバルな運用が本格化する中で、こうした諸措置を内容とする有価証券に係る投資顧問業に関する法律が速やかに制定され、投資家に対する十分な保護とわが国証券市場の厚みのある発展が併せ図られることを期待したい。」

この特別部会の報告書は、85年11月に開催された証券取引審議会第175回総会において「証券投資顧問業のあり方について」と題する答申として取りまとめられ、大蔵大臣に提出された。これを受けて86年5月には「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」（略称「投資顧問業法」）が制定された。

## (5) 投資顧問業法制定のインパクト

証取審特別部会での審議終了に合わせて当協会の「アナリストと投資顧問業務のあり方に関する懇談会」も、1985年11月開催の第8回会合をもって解散することとなった。最終回に当たって土屋座長は、次のような締めくくりの言葉を述べた。

「この懇談会では、その道の権威である皆様方から長期間にわたり、かずかずの貴重なご意見を頂戴した。お蔭様で、アナリストの立場からみた投資顧問業務のあり方について、皆様方のご意見を踏まえて証取審で積極的に発言し、審議に寄与できたと思っている。また、こうした公的議論を通じて、アナリスト自体についての大方の認識を深める一つの機会となったことも収穫であったと思う。」

86年5月の投資顧問業法制定は、当協会にとって大きな転機となった。銀行業界は、投資顧問を通じて証券運用の世界に進出するための専門スタッフの育成が必要ということで、銀行員が証券アナリスト試験に一斉に参入した。一方、大手証券も証券アナリストの育成に力を入れ始めた。由良の回顧によると、

「ある年から通信教育講座の受講者が急増し、それまでの1,000人レベルから5,000人レベルになった。自分はそれを見て潮目が変わったと感じた」、「当時の大蔵省証券局長が、証券アナリスト協会は今までは陰に隠れた存在だったがこれからは重要な団体になると言われたのを記憶している」とのことである。

## 3. 分析技術を磨く

### (1) 「産業研究会」と新「産業研究会」の発足

わが国でも証券アナリストという職業が少しずつ定着し始め、その人数が増えるにつれて、アナリスト同士の連帯感も自然発生的に生まれてきた。そうした中で1982年9月に発足したのが業種別の産業研究会である。

きっかけは、建設業界を専門とするリサーチアナリストの間で、研究会、企業説明会や工場見学会等の開催を通じて情報交換や相互研さんを図ろうという動きが出てきたことであった。当協会としてはこうしたアナリストの自主的な活動をサポートし、さらに広めていきたいと考え、産業研究会という枠組みをつくったのである。こうした事情から、産業研究会としては、まず建設部会ができ、その後電機部会、外食産業部会など部会の数が増えていった。

部会の運営は所属メンバーの手弁当で、自主的に企画され、当協会事務局はそれに協力する立場であった。同じ業種を担当し個人的な交流はあっても、所属の業界が多岐にわたることでもあり、これをグループにまとめるには、中心となって労を執る世話役の存在が大きかったことは言うまでもない。

ちなみに外食産業部会の場合は、82年ごろ外食産業担当アナリストの勉強・親睦等を目的として結成された「外食アナリスト会」が母体となっている。当初はまず実態を知ろうということで、「食べ歩きの会」からスタートしたが、外食産業の普及、発展につれて主要企業への取材等の接触機会も深まり、(財)外食産業調査研究センターの協力を得て勉強会を開くなど活動の幅を広げていった。部会発足当時の会員数は約30名で、幹事役は持ち回り制を採っていた。

一方当協会では、1980年代半ば以降の投資顧問業法施行を契機とする検定会員および通信教育受講者数の急増や、証券分析業務に対するニーズの高まりに対応して、広く検定会員の参加を得て事業活動を一層充実させることが必要と考え、各種委員会、研究会等の内部組織の見直しを進めた。

その一つが新「産業研究会」の発足(88年10月)である。証券アナリストにとって基本的なテーマである企業、産業の分析に関しては、当協会創設当初からの企業分析部会(企業トップによる会社説明会)をはじめ、技術部会(年

2回のペースで先端的な技術に関する講演会を実施) および前述の産業研究会が設置されてきていたが、新たに「産業分析部会」を加え、これらすべてを傘下に持つ新「産業研究会」として再編成することとしたのである。この狙いの一つは、統合された新しい組織によって産業・企業・技術を通じる総合的な研究活動を拡充することであり、もう一つは、証券アナリストに対する企業内容ディスクロージャーの重要な場として当協会の産業研究会の役割と社会的評価を定着させることにあった。

新「産業研究会」の座長には青山浩一郎(野村総合研究所常務理事)が選ばれ、傘下の企業分析部会長には鈴木治(山一証券経済研究所取締役)、技術部会長には平原聡宏(日本証券経済倶楽部副理事長)、産業分析部会長には吉田春樹(日本興業銀行取締役調査部長)がそれぞれ指名された。なお建設部会および電機部会には部会長を置かず、従来通り幹事に取りまとめ役を依頼することとした。

新「産業研究会」の委員は、あえて部会ごとに分けず、各部会に共通の委員とすることとした。委員の役割としては、①研究会の運営方針の企画立案、②各部会の調査研究テーマの選定その他研究活動の指導、③講師の推薦、紹介等とされた。

新発足当初の産業研究会では、今後の産業研究会の運営に関して次のような議論がなされた。まず企業分析部会については、「このところ新規公開企業の説明会が多い一方で、既上場企業の大手企業が少ない。アンケート調査などを活用して既上場企業を取り上げてはどうか」、「かつて企業分析部会に登場していた既上場大手企業が一部の例外を除いて鳴りを潜めているのは、アナリストへのディスクロージャーの意義についての認識が十分でないからではないか」、「インサイダー規制に伴って、経営者は発言に神経質になっており、企業分析部会が重要事実の公表の場と認知されないと十分なディスクロージャーが期待できない」、「そのためには、受け身で待つのではなく、そのような権威のあるディスクロージャーの場に持っていく必要がある」、「インサイダー規制と企業分析部会との関係を議論してはどうか」などさまざまな意見が出された。こうした意見がきっかけとなって88年10月、「インサイダー取引問題研究会」(後述)が発足することとなった。

なお、新発足の企業分析部会について、吉田部会長は「できるだけマクロとミクロの接点を見つけて産業論を展開するのが、企業分析部会の行き方だと思う。差し当たり、立ち上がりは年数回、講演会を実施したい」と述べた。

また、青山座長は新しい産業研究会の運営に関する二つのキーワードとして

「証券アナリストの社会的地位の向上」と「脱幹事会社」を挙げ、前者については「(アナリストに関心が集まっている) 今が千載一遇のチャンスなので、この産業研究会を通じて積極的に攻めていきたい」、後者については「幹事会社を離れて当協会が主体的に行動し、事業活動を展開できるように持っていきたい」と抱負を述べた。その後、産業研究会の委員会は年に2回定期的に開かれ、証券アナリストによる企業・産業・技術研究の充実に重要な役割を果たすこととなった。

## (2) 日本証券アナリスト大会の開催

検定会員が1,000人を超えた1985年ころから、会員の間で証券アナリスト大会を開催し、自己研さん、相互交流の場とするとともに、証券アナリストの存在を社会にアピールしたいとの声が次第に高まってきた。これまで『証券アナリストジャーナル』誌上等で全米証券アナリスト大会や欧州証券アナリスト大会の様子が紹介され、その規模の大きさや内容の充実ぶりにあこがれの念を抱いてきたアナリストが多かっただけに、日本でもいつかはという会員の思いもあったと言えよう。

大会の準備のために検定会員を中心とする実行委員会が組織され、企画・立案から講師の依頼、会場の選定、広報、当日の運営などすべてをこの実行委員会を中心となって行った。会員自らによる文字通り手作りの大会であり、この伝統は以後毎年開かれる証券アナリスト大会に脈々と受け継がれている。

初代実行委員会の委員長は吉田精吾(山種証券取締役)、委員は証券、銀行、生保の第一線で活躍する10名のアナリストで、そのうち9名が検定会員であった。実行委員会は85年12月に第1回の会合を開いて以降、大会直前の86年6月までの間に9回にわたり開催したほか、数人での打ち合わせを含めると十数回に及ぶ会合を重ねた。

大会の名称は「第1回日本証券アナリスト大会」とすんなり決まったが、大会のテーマを示すサブタイトルが欲しいということで議論百出、結局、大きく変革しつつある証券市場への新しい対応が必要であるという意味を込めて、「証券新時代を迎えて」と決定した。大会の日時については、米・欧・アジアの証券アナリスト大会と重ならないで、6月の梅雨、8月の酷暑を避けるということで7月に落ち着いた。会期については、会員の日常業務への影響を考慮し、また多くの人に参加してもらえるように、平日(金曜日)の半日コースとした。プログラムについては、講演とパネルディスカッション形式のシンポジウムと懇親パーティの3部構成とした。

## ■ 第1回日本証券アナリスト大会



会場風景



挨拶する山内会長

記念講演の講師は、実行委員の投票で最も希望の多かった日本電気の関本忠弘社長に依頼した。タイトルは「ハイテクノロジーと企業戦略」であった。シンポジウムは「日本における証券アナリストの役割と期待像」と題し、司会が上條俊昭（野村総合研究所副社長）、パネリストは北村一男（山一投信社長）、蔵元康雄（フィデリティ・ジャパン社長）、小林弘二（東洋信託取締役）、佐野角夫（ソニー社長室長）、エドウィン・マーナー（シュローダー投資顧問ディレクター）の5名であった。このシンポジウムでは、特に証券アナリストのユーザーである機関投資家および事業会社財務担当サイドから見た証券アナリストの期待像に焦点を当て、欧米における証券アナリストの役割と比較しつつ、わが国における証券アナリストの今後を展望することに主眼が置かれた。

一般会員を含めた対象会員 2,000 余名について、どの程度の出席を見込むか、それに見合う会場をどこにするか、会費をいくらにするかなど、初めてだけに実行委員会は難しい判断を迫られた。予想出席者を対象会員の 25% に当たる 500 名と読み、会場は交通至便で比較的予算も少なく済む経団連会館、会費は当協会からの補助を得て 3,000 円と格安に設定した。しかし 500 名の出席を確保するにはかなり苦勞したようだ。実行委員がそれぞれ自社に加え同業の他の会社についても分担と動員目標を決めたが、当初なかなか出席予定者の数が伸びず、急きょ山内会長名で会員数の多い証券会社の社長宛に出席督促をお願いする依頼状を送るなどした。その結果、大会直前までに 562 名の参加が決まり、当日参加の 9 名を加えて 571 名と当初目標を上回る盛況となった。

86 年 7 月 4 日、司会進行は吉田実行委員長が務め、山内会長の開会の辞、北村大蔵省証券局長の来賓挨拶があったほか、米国、欧州、アジアの証券アナリスト協会からの祝辞も披露された。関本日本電気社長は、記念講演の中で情報産業の重要性について解説するとともに、これからの企業経営について「関本語録」ともいうべきユニークで含蓄のある言葉を挟みながら熱っぽく語り、会場を魅了したと伝えられている。



シンポジウムでは、5人のパネリストからそれぞれ示唆に富む意見が提起され、活発な議論が行われた。特に、日本のアナリストは組織に所属するが故に多くの制約を受けているということについて、さまざまな見解が出された。アナリストが職業として確立していくためには、こうした制約を克服することが必要であり、また市場における機関投資家の存在が大きくなるにつれて日本でも自然にそうした方向に向かうと思われるし、また向かわざるを得ないのではないかという意見が大勢であった。パネルディスカッションの後、会場からも質問や意見が相次ぎ、時間切れで質問を打ち切らざるを得ない状況であった。夕刻5時からは懇親パーティが開かれ、和気あいあいのうちに無事に第1回日本証券アナリスト大会は終了した。ちなみに、会場で回収したアンケートの結果は99%が全般的印象が良かったとしており、大会準備のために汗を流した実行委員にとっては苦勞が報われる思いであった。

### (3) 新「証券アナリストジャーナル編集委員会」の発足

1980年代後半になると、『証券アナリストジャーナル』をめぐる環境にも変化が生じてきた。すなわち、同誌が会員外からも専門誌として注目されるようになり、自発的な投稿論文が実務界および学界双方からぼつぼつ見られるようになってきた。また、85年1月から『ニューズ・レター』を別に発行するようになったので、会報誌としての役割はそちらに譲ることが可能になった。一方、当時の『証券アナリストジャーナル』の内容は、自発的な投稿論文が出てきたとはいえ、それが大勢を占める状況ではなく、講演会や企業説明会の記録の掲載で誌面を埋めるという形で惰性に流れるきらいがあったことも否めなかった。

そこで、『証券アナリストジャーナル』の性格付けをより明確にするとともに内容を刷新して、証券分析のための特色ある専門誌へと脱皮を図ろうということになった。そのため、事実上休眠状態にあった旧委員会に代えて、学界、実務界のエキスパートから成る新しい証券アナリストジャーナル編集委員会を編成し、基本的な編集方針の審議にとどまらず、各号の企画、論文審査等具体的な編集に当たることとした。

新「証券アナリストジャーナル編集委員会」は、定款に定める正規の委員会として88年10月に発足、委員は19名で、委員長には川浦清孝（太陽投信委託常務）が互選された。飯野利夫中央大学教授以下5名の顧問は編集方針その他重要事項について意見を述べることとし、編集の基本方針の策定、各号の編集企画、投稿論文の審査等を委員が担当することとなった。

各号の編集については、委員を4グループ（小委員会）に分け、3カ月ずつ輪番で当たることとなった。各グループにまとめ役として小委員長を置き、小委員長は委員会全体の副委員長を兼ねることとなった。なお、投稿論文に関しては、新たに投稿規定を設け、そのテーマに通暁している委員（輪番に当たっている委員に限らない）2名以上がレフェリーとして審査に当たることとなった。

新たな証券アナリストジャーナル編集委員会の第1回会合は88年10月に開催され、米国における *Financial Analysts Journal* 誌を目標に、広く内外から斬新な論稿、研究成果を集めて特色ある専門誌を目指すことが確認された。また、新たな試みとして、年間の掲載論文のうち特に優秀なものを選抜し、「証券アナリストジャーナル年間最優秀論文」（証券アナリストジャーナル賞）として表彰する制度を設けた。この制度に基づく第1回の表彰は、90年10月の第5回日本証券アナリスト大会の際に行われた。この時は優秀作に該当するものはなく、次の3編が佳作に選ばれた。

「APTに基づくシステマティック・リスクの推定」

若杉 敬明（東京大学）

小野寺 敬（日本経済新聞社）

猪狩浩一郎（同）

「M&Aによる企業価値創造効果の日米比較」

伊藤 邦雄（一橋大学）

「債券のパッシブ運用」

加藤 国雄（野村総合研究所）

証券アナリストジャーナル賞の表彰は、以後毎年日本証券アナリスト大会の際に行われている。ちなみに米国の *Financial Analysts Journal* 誌は毎年過去1年間の掲載論文のうち最優秀論文に対してグレアム・ドッド賞、優秀論文に対して同優秀賞という名の賞を授与している。過去、日本人としては唯一大和証券（当時）の坂田真太郎が1970年に同優秀賞を受賞し、70年9月に当協会はこの賞をたたえて坂田を表彰した。対象論文は“Some Characteristics of Japan's Economy and Securities Market”であった。

証券アナリストジャーナル編集委員会は、以後基本的にはこのような体制で今日まで運営されてきている。この委員会は、学者にとっては実務家の関心を知ることができ、実務家にとっては学界の動向や新しい理論の動向が分かるということで、委員の留任希望が多く、うまく機能し続けている委員会と言えよう。

## 4. 専門職業人としての倫理

### (1) 規律委員会の改組と「証券アナリスト職業行為基準」の制定

1985年ころ、折から投資顧問業法制定に向けて証券取引審議会の審議が進められ、証券アナリストの活動についての関心が高まってきたことなどから、職業行為基準を作るべきという機運が出てきた。そこで、規律委員会は職業行為基準の制定に向けてメンバーを一新して再出発することとなり、86年4月に新体制での第1回の委員会が開催された。

同委員会の構成は、土屋陽三郎委員長以下、委員として証券、銀行、生保、投信、投資顧問業界等の役員クラス10名、さらに特別委員として岩原紳作東京大学助教授が加わった（岩原特別委員は就任以来約15年間にわたり、職業行為基準の制定・改正に終始中心的な役割を果たし、また職業倫理がアナリスト試験の科目になった後は、毎年の出題に取り組むなど、職業倫理行為基準の普及に大きく貢献した）。

委員会での議論の中心となったのは、まず会員が職業行為基準を制定し、遵守することの基本的意義についてしっかりと掘り下げることであった。すなわち、「証券アナリストは、高度の専門知識と分析技術を駆使して、投資情報の提供、投資推奨、投資マネジメントを行うプロフェッショナルであるが、将来のリターン・リスクの予測という不確実性を伴い、かつ価格変動の激しい金融商品を対象とする専門業務であるだけに、客観的な分析と独立した判断を核とした自律的な職業倫理・行為基準を身に付けることが投資家との信頼関係を維持する上で不可欠であり、ひいては会員資格の権威と信用を高めることにも寄与するゆえんである」ということに委員会の考え方がまとまった。したがって、職業行為基準は、単に法令や業界団体制定の規則の遵守、不正・不法行為の禁止など受動的義務のみならず、アナリストの専門職能を発揮するために自主的、能動的義務規定を根幹に据えて構成することになった。こうした基本的考え方は、その後の職業行為基準の改定に当たっても一貫して引き継がれている。

もう一つはインサイダー情報の問題であった。当時はまだこの問題に関する一般の認識は薄く、議論の過程では「インサイダー情報を取ってくるのがアナリスト本来の仕事」といった声さえあり、「アナリストが熱心にやればやるほどその情報が使えないことになりかねない。内部情報の問題は一番の難題」ということで議論が噴出した。ただ、当時国際的なインサイダー取引規制の広がりなどを背景に、わが国の証券取引審議会や大蔵省の姿勢が少しずつ変わって

きたという事情もあり、そうした動きを先取りする形で行為基準の中に内部情報に関する規定を盛り込むこととなった。ちなみに、当時わが国ではインサイダー取引に関する判例、行政処分の実例もほとんどなく、結局当協会が用意した行為基準に関する解説の中でも、想定される具体的なケースの例示はすべて割愛し、抽象的な原則のみを書くにとどめざるを得なかった。

同委員会は下部組織である小委員会で作成した草案をベースに集中的に審議を行い、翌87年6月の第4回会議をもって最終案を了承、7月の臨時総会で定款の一部を改定し、「会員規律」に関する規定を新設するとともにこの最終案を「証券アナリスト職業行為基準」として正式に決定した。

## (2)「証券アナリスト職業行為基準」の内容とその意義

これをうけて、1987年10月、当協会は「証券アナリスト職業行為基準」および「証券アナリスト職業行為基準の解説」を対外発表した。

「証券アナリスト職業行為基準」は、前文で基準が制定されるに至った背景、基準の趣旨、適用対象等を概括的に述べた後、本文で(1)総則、(2)投資情報の提供、投資推奨および投資管理、(3)その他の行為基準、の3部に分けて職業行為基準を18項目にわたって列挙している。

(1)の「総則」では、会員が証券分析業務を行うに当たって規範とすべき一般的な倫理とルールとして、次の5点を掲げた。

- ① 会員は、証券分析業務のもつ重要な社会的役割にかんがみ、誠実に職務を励行し、互いに証券アナリストの社会的信用および地位の向上に努めねばならない。
- ② 会員は、常に証券分析に関する理論と実務の研鑽に精進し、その職務にふさわしい専門能力を維持し、向上させなければならない。
- ③ 会員は、証券分析業務を行うに当たって、専門的見地から適切な注意を払い、公正かつ客観的な判断を下すようにしなければならない。
- ④ 会員は、関係法令ならびに本協会の定款、規則およびこの職業行為基準を遵守しなければならない。
- ⑤ 法人会員および賛助会員は、その役職員またはその構成員である個人会員が関係法令ならびに本協会の定款、規則およびこの職業行為基準に違反することのないよう必要な指導を行わなければならない。

(2)の「投資情報の提供、投資推奨および投資管理」では、①合理的な根拠、②事実と意見との区別、③重要な事実についての正確な表示、④投資成果の保証の禁止、⑤投資目的適合性への配慮、⑥剽窃行為の禁止、について規定して

いる。

(3)の「その他の行為基準」では、①顧客の公平な取り扱い、②利益相反に関する注意、③独立性と客観性の保持、④重要な未公開情報の利用禁止、⑤守秘義務、⑥会員称号の使用、について規定している。このうち④が議論となったインサイダー取引に関するものである。ここでは「会員は、証券の発行者との信頼の関係その他特別の関係に基づき当該発行者に関する重要な未公開情報を入手した場合には、当該発行者に対する信任義務または法令もしくは関係諸規則に違反してこれを証券分析業務に利用し、または他の者に伝えてはならない(後略)」と規定されている。「信任義務」というアメリカにおける fiduciary duty の概念を援用して、信頼関係に基づき信頼を受けた者が、信頼を与えた者の利益になるように、あるいは不利益にならないように行為する義務を幅広くとらえることにしたものであった。

この職業行為基準の制定は、当協会にとって初めての自主基準の策定であり、当局による規制に先駆けて自発的に倫理規定を作ったことは意義深いことであった。特にインサイダー取引については、その後、わが国の当局も問題にし、88年に証券取引法にその規制が定められた。この問題で、当協会は先駆的な役割を果たしたと言えよう。なお、「証券アナリスト職業行為基準」に関して、関係者の理解を深めるために規律委員会が作成した「証券アナリスト職業行為基準の解説」は『証券アナリストジャーナル』87年12月号および88年1月号の2回にわたって掲載された。

また、職業行為基準の普及を図るため、『証券アナリストジャーナル』はその後5回にわたり、「証券アナリストの職業倫理と行為基準」をテーマとする特集を組んでいる(後述、2000年6月の職業行為基準改正を含む)。

このほか、第9回日本証券アナリスト大会(94年10月)では、井手正介(野村マネジメントスクール)と神田秀樹(東京大学)が、「市場のルールとアナリスト」と題する対談を行うとともに、その要旨を『証券アナリストジャーナル』の大会特集号に掲載した。

『証券アナリストジャーナル』の職業倫理と行為基準に関する特集

(その1) 91年12月号

神田秀樹「職業倫理と Fiduciary の基準」ほか2論文

(その2) 92年5月号

対談：塩野谷祐一・北村一男「職業倫理の基本理念確立のために」ほか

## 2 論文

(その3) 95年1月号

北村一男「職業行為基準の意義」ほか1論文

座談会：「証券アナリストの職業倫理と行為基準について」（北村一男、大川進、奥村有敬、石坂昌美、岩原紳作、＜司会＞井手正介）

(その4) 96年11月号

副題「資産運用とフィデューシアリー・デューティ」4論文

(その5) 2000年8月号

座談会：「証券アナリスト職業行為基準改正について」（岩原紳作、島崎謙治、鈴木行生、天野俊彦、＜司会＞井手正介）ほか4論文、1対談

# 5. より良い情報を求めて

## (1) ディスクロージャー研究会の活動

上述した「アナリストと投資顧問業務のあり方に関する懇談会」における議論の過程で、証券分析の基礎となる企業情報の開示について、専門的なユーザーである証券アナリストの立場から積極的に発言すべきとの意見が出てきた。

わが国証券取引法におけるディスクロージャー制度は、米国の制度に倣って戦後導入され、その後わが国資本市場を支える一つの重要な柱となってきた。しかし、資本市場の自由化、国際化や企業活動の多角化、グローバル化など市場や企業を取り巻く環境は急速に変化しており、当時のディスクロージャー制度はこうした変化を十分に反映しているとは言い難い状況であったのである。

そこで、当協会では85年6月に、検定会員を中心に実務家から成る「ディスクロージャー研究会」（座長：服部不二夫新日本証券調査センター企業調査部次長）を設置し、証券アナリストの立場からディスクロージャーの見直し、充実について検討することとした。

研究会では、第1回会合で各人が日ごろ感じている問題点についてフリートーキングをした後、第2～3回会合では、わが国ディスクロージャー制度の意義と変遷、日米ディスクロージャー制度の違いを勉強した。第4～7回会合では、有価証券報告書と営業報告書の表示内容を逐条点検し、問題点を拾い上げていった。第8～10回会合は、それまでの検討結果を提言書に取りまとめる作業に当てられた。この研究会がまとめた提言は、まさしく会員による地道な研究の成果であった。

86年10月にディスクロージャー研究会が発表した「企業内容のディスクロージャーについての証券アナリストの提言」は、総論部分で①ディスクロージャーの意義と証券アナリストの役割、②最近におけるディスクロージャー充実の必要性、および③ディスクロージャー充実の方向性について触れた後、具体的な要望事項として次のような点を指摘した。

(1) 法律制度上の開示（有価証券報告書）

- イ. セグメント情報の充実
- ロ. 海外事業に関する情報の充実
- ハ. 財務活動に関する情報の充実
- ニ. 資産実態に関する情報の充実

(2) 自主的なディスクロージャーの充実（決算短信）

- イ. 決算短信で必ず開示してもらいたい項目（減価償却資産についての償却実施状況など5項目）
- ロ. 次期業績予想の記載
- ハ. 売上高の内訳区分の充実

(3) 面接調査を行うに当たっての要望事項

- イ. 証券アナリストに対する窓口体制の整備
- ロ. 公平な開示
- ハ. 決算説明会の充実
- ニ. 業績予想の根拠の開示
- ホ. 期中実績計数の開示

なお、当協会のディスクロージャー研究会発足から5カ月遅れで、大蔵省でも「ディスクロージャー研究会」が発足し、各業界の実務専門家や学者が集まってディスクロージャー制度全体についての勉強会が行われた。この勉強会には当協会のディスクロージャー研究会のメンバーの一人が参加したほか、服部座長も当協会の研究会での検討結果を踏まえて参考意見を述べた。当協会の研究会がいち早くスタートし、研究を進めていたことから、タイミング良く公的な場の議論に参加することができたのである。また、こうしたディスクロージャー制度の充実に関する公的な議論の場に、専門ユーザーとしての証券アナリストの参加を認められたということは、証券アナリストに対する社会的な評価が高まりつつあることの証左でもあった。

## 6. 会員制度の拡充

### (1) 公認会計士に受験資格を付与

証券アナリスト試験制度が1979年にスタートして2～3年を経て、同制度への関心が高まるにつれ、その受験資格が法人・賛助会員企業の役職員および学識経験者に限られていることに対し、もっと広く門戸を開放すべきではないかとの声が高まってきた。その最初の現れが、公認会計士協会からの「同協会の構成員である公認会計士および会計士補にも証券分析を勉強する機会を与えてほしい」という要望であった。これに対しては、公認会計士協会が当協会に賛助会員として加入することによって、その構成員に受験資格を与える形とし、当時の定款の基本的な枠組みを変えずに解決が図られた（84年11月の定時会員総会決議）。

ただ、当時、証券分析業務に対するニーズと関心の高まりを背景に、検定会員志望者が急増しつつあり、また機関投資家や投資顧問業の発達、外資系企業の日本市場参加等もあって証券アナリストを取り巻く環境も大きく変化してきたことから、会員制度を抜本的に見直し、受験資格をもっとオープンなものにすべきという意見が強まってきた。これに対しては、資格が独り歩きし乱用される恐れがあるのではないかという慎重論も根強かったが、その後、投資顧問業法が成立するなど環境が整ってきたことから、会員制度の見直し論が具体的な課題として浮上してきた。

### (2) 会員制度の見直し

1984年央ごろから、会員制度の見直しについて運営委員会を中心に検討が進められ、投資顧問業法成立の翌年である87年7月の臨時総会でこれに関する定款の改正が決議された（大蔵省の認可は同年12月）。

定款の改正は、個人会員についての規定と、法人会員および賛助会員に関する規定のそれぞれについて行われた。まず個人会員（検定会員および一般会員）は、これまでの定款では、証券分析に関する学識経験者を除けば法人・賛助会員の役職員に限られ、その役職員たる地位を離れたときは会員資格を失うこととなっており、実質的に法人帰属性の強い会員資格となっていた。これは証券アナリスト試験制度創設に当たり、所属する組織から独立した純個人の資格制度を作ると、資格が独り歩きし乱用される恐れがあることに配慮したためであった。しかし、①アナリスト試験制度発足後相当の年数が経過して、検定会員が会員の中核として成長し、この制度に対する社会的評価も定着してきたこ



と、②投資顧問業法の制定や職業行為基準の制定によりアナリストの行動に対する自己規制の枠組みが出来たこと、③外資系企業の参入等により投資業界でアナリストの流動性が高まったこと、などの事情を勘案して、個人会員のうち検定会員に限って、法人・賛助会員の役職員でなくなった後も引き続き会員としてとどまり得るよう定款を改めることとした。ただし、検定会員となるための受験・入会要件は引き続き従来通り、法人・賛助会員の役職員に限定された。

法人会員については、当協会の設立の経緯やその後の発展基盤等を反映して、いわゆる免許業種である証券会社、投信委託、信託銀行、銀行、保険の5業種およびこれらの関連会社に限られていた。したがって、これら5業種以外の法人は、類似の証券分析業務を営むものであっても、法人会員ではなく、すべて賛助会員に回された。その結果、賛助会員には当協会の事業を賛助する業界団体や公共機関等の本来的メンバーのほかに、証券分析業務を営んでいながら法人会員になれない個別企業が混在することとなっていた。一方で、投資顧問業法の制定に伴い、新たに登録業者である独立系投資顧問業者の入会申し込みの可能性が生じてきた。このような状況から、法人会員については、従来の5業種に限らず、証券分析業務を営む法人を広く対象とし得るよう改めることとした。ただし、証券分析業務を営む法人であればすべて自動的に入会を認めるのではなく、「理事会において適当と認めるもの」というスクリーンをかけることとした。

賛助会員については、定款の規定はそのままとするが、法人会員規定の改定に対応して、理事会承認基準を整備のうえ、当時賛助会員となっていた個別法人のうち証券分析の専門性の強いものは法人会員に移し、賛助会員は原則として業界団体や公的機関ならびに証券分析の専門性の弱い法人に限ることとした。ちなみに、賛助会員は総会での議決権がなく、その役職員が当協会役員になり得ないという点で法人会員とは異なっている。

### (3) 検定会員理事の誕生

当協会の役員（理事および監事）の選出に関しては、設立当初から証券関係諸団体の会長、副会長などを主体に、そのほか証券、投信委託、銀行、保険などのバランスを考慮して当協会事務局で素案を作成し、理事会の審議を経て総会で決定するというのが慣行であった。

しかし、検定会員の数も増え、当協会の活動も活発化してくると、諸外国で見られるように当協会の諸事業はアナリストが中心となって運営され、それを協会事務局がお手伝いするという本来の姿を目指して少しずつでも前進すべき

という考えが強まり、検定会員を理事に選出して当協会運営に積極的に参加してもらおうということで検討が進められた。この結果、1988年3月開催の臨時総会において、青山浩一郎（野村総合研究所常務取締役）、川浦清孝（太陽投信常務取締役）、原木保平（大和証券常務取締役）の3名が理事に選出された。彼らはいずれも証券アナリスト試験に合格した検定会員であり、初めての検定会員理事の誕生であった。

## 7. 25周年記念事業

### (1) 基本財産の増強

1980年代後半、わが国証券市場の急速な拡大と証券分析業務に対するニーズの高まりを反映して、当協会への入会申し込みや証券アナリスト通信教育・試験の受講者・受験者が大幅に増加する一方、海外証券アナリスト団体との交流・提携も緊密化するなど、当協会活動は一段と活発化していった。

そうした中で、当協会の財政面は依然として法人会員、賛助会員の会費に依存する状態が続いており、当協会運営の独立性を保つためにも財政基盤の強化が求められる状況であった。そこで、当協会は87年に創立25周年を迎えたのを機に、関係各方面から寄付を募り基本財産を増強することとした。

基本財産は、公益法人移行時に関係諸団体から集めた寄付金151百万円でスタートし、その後資本市場振興財団よりの寄託金150百万円および証券アナリスト試験制度の発足を機に資本市場振興財団および関係業界から募った寄付金152百万円を積み増して、当時453百万円となっていたが、25周年を機に計画された寄付金の目標額は710百万円と、かなり意欲的なものであった。募金先としては、既に基本財産に拠出している法人会員、賛助会員に増額を依頼するほか、法人会員のうちで個別の会社としてはまだ拠出の実績のなかった証券会社、投信委託会社、都市銀行からも寄付を仰ぐこととした。折から証券市場が活況を呈していたことにも助けられ、寄付金は順調に目標をクリアし、この結果、基本財産額は1,163百万円と従来の2.6倍となった（入金金積立分およびこれまでの運用益を加えた基本財産総額は1,191百万円）。ちなみに、個別証券会社の基本財産の残高に占める拠出シェアは、それまで8.8%であったのに対し、基本財産増強後のシェアは53.5%となり、個別の証券会社からの拠出を中心とした基本財産増強だったと言える。いずれにせよこの時の基本財産増強により当協会の財務基盤は格段に強化された。

## Column コラム

### 証券人 VS 銀行マン



1987年、協会創立25周年を機に、当協会では関係各方面から寄付を募り、総額710百万円の基本財産積み増しを実現した。当時専務理事としてこれを起案した由良玄太郎によれば、このときほど証券業界の人と銀行業界の人との考え方の違いを痛感したことはないとのことである。

まず寄付金の目標額を決める段階で、当時の山内会長はもともと銀行出身でその後証券界に転じた人であり、せいぜい基本財産が数千万円くらい増えればというスタンスであった。その案を土屋理事（三洋証券社長）に持っていったところ、「ケタが違います、証券会社は今、皆景気が良いから募金をもっとやれるだけやった方がよい」とのアドバイス。当時証券会社は9月決算だったので、決算が終わってから来期にやりますと言うと、「来期は来期でどうなるか分からんから思い立った今のうちに断行しなさい」ということですのですぐに募金活動を始めることになった。

そのとき「先兵としてやりましょう」と言ってくれたのが当時の大石巖副会長（新日本証券会長）。大石副会長と由良専務理事の二人で主だった先を軒並み訪問、大石副会長の絶妙な交渉術もあって、証券各社はほとんど即決で了承してくれた。一方、銀行協会では会長行を訪問したところ証券と違って資金使途や予算など事細かに聞かれたが、結局協力してくれた。

こうして目標の710百万円を無事達成することができたが、決算期明けとともに株式市場が急落、こんなときに募金のお願いに行ったら門前払いにされかねなかつたらうと胸をなでおろしたとのことである。

#### (2) 記念論文の募集

創立25周年の記念事業としては、そのほかに懸賞論文の募集を1987年3月から8月にかけて行った。論文のテーマは特定せず、「広く証券投資に資する理論的・実証的・実務的な研究または提言」とされ、特に「実務経験や実証データ等に基づく説得的な論旨の展開を期待する」とされた。選考委員長は山中宏（明治生命保険会長、当協会副会長）、選考委員は北村一男（山一証券投信委託会長）、木村増三（青山学院大学教授、当協会理事）、清 秀（日興リサーチセンター専務）、津村英文（専修大学教授）、若杉敬明（東京大学教授）であった。

懸賞論文には、証券、銀行、保険、学界など各方面から36編の応募があった。



25周年記念懸賞論文受賞者の表彰

テーマは、理論的なものから実務的なものまで、バラエティーに富み、総じて水準が高かったため、選考に当たっては大変苦心し、結局、入選論文数を当初予定より増やし、最優秀賞1編、優秀賞3編、佳作3編が入選となった。また選外になった論文にも労作が多く、その後の精進を期待する意味から、「奨励賞」が3編に授与された。

最優秀賞（副賞100万円）を獲得したのは当時住友信託銀行証券調査室長であった浅野幸弘、論文のタイトルは「外国証券投資のリスク・コントロール—国際分散投資と為替ヘッジの有効性—」であった。この論文について山中選考委員長は「各国の証券市場の収益率の実績データに基づいて、国際分散投資と為替ヘッジによるリスク・コントロールの有効性を検証したもので、時宜を得たテーマについて、海外における最新の研究成果を応用しつつ、明快に分析した点で卓越していた」とコメントしている。ちなみに浅野は後に学界に転じ、当協会理事、証券アナリストジャーナル編集委員会委員長等を務めている。

### (3) 事務局の体制整備進む

25周年の事業を終えた翌年の1988年3月、当協会の会長は山内隆博から梅村正司（日興証券会長）に交代した。同年7月の臨時総会では事業年度の変更を決定した。それまで当協会の事業年度は、証券会社等の事業年度に合わせて、「毎年10月1日に始まり、翌年9月30日に終わる」と定められていたが、証券取引法および証券投資信託法の一部改正により、証券会社および証券投資信託委託会社の営業年度が変更されることになったのに対応して、「毎年4月1日に始まり、翌年3月31日に終わる」と変更された。

9月の理事会では、会計処理方法について公益会計基準を採用することを決定した。従来は企業会計基準に準じた会計処理方式を採用してきたが、公益法人にはなじまない点もあり、大蔵省の勧めもあって「公益法人会計基準」に準拠した会計処理方式を採用することとしたものである。

なお、これに先立つ8月には、当協会の事務所を東京証券会館から第二証券会館に移転した。当時教育事業をはじめとする事務量の急増や、職員、臨時雇いの増加等により極度に手狭になり、会議室を事務室に転用して辛うじて繰り返す状況であり、移転でようやく一息つくことになった。同年10月には就業

規則、給与規則、退職金規則等を制定、これらの一連の措置により、会員数、通信教育受講者数の急増に対応した事務局としての体制が整備された。

## 8. インサイダー取引問題

### (1) インサイダー取引問題研究会の設置とその提言

わが国資本市場の国際化が進むにつれて、欧米に倣ってインサイダー取引の規制を強化する方向で証券取引法の改正が行われ、関係政省令の制定を待って1989年春から実施することになった。もとよりインサイダー取引規制の最大の狙いは、未公開の重要事実を入手した一部の者だけが利益を得るような不正取引を排除することにより、投資家に公正な証券市場を提供することにある。ところが、インサイダー取引規制が具体化して以来、一部の上場企業で証券アナリストの取材を拒否したり、従来入手可能であった分析素材を提供しなくなるなど、企業情報のディスクロージャーを消極化する動きが見られ始めた。企業に対する取材活動を基に適確な企業評価を行うことを使命とする証券アナリストにとっては、こうした動きは看過し得ない大きな問題であり、産業研究会でもアナリストとして何らかのアクションが必要との意見が出ていた。

こうした事情を背景に、当協会では88年10月に「インサイダー取引問題研究会」を設けた。同研究会は鈴木行生座長（野村総研投資調査部室長）以下第一線のアナリスト8名で構成され、証券分析の現場における事例を基に、企業内容の開示と証券アナリストの役割について、4回にわたって議論を重ね、89年1月に提言「健全な証券市場の発展と証券アナリストの役割—インサイダー取引規制下の積極的情報戦略」を取りまとめた。

提言では、「インサイダー取引規制は、投資家にとっての不公平をなくすことが目的であり、むしろディスクロージャー推進の引き金となるべきもの」との基本認識の下、「インサイダー取引を防止するために最も必要なことは、企業内に重要な事実を滞留させることなく、速やかに公表すること」と強調した。また、米国で投資家を意識した広報であるインベスターズ・リレーション（IR）活動が盛んであることを紹介したうえで、今後の証券市場においては「積極的な情報戦略としての情報公開が上場会社として何よりも必要」と述べている。

そして、証券アナリストが上場会社に期待するものとして次の三つの点を挙げた。第一に、予測のための素材が豊富に提供されること。具体的には収益実績の増減要因や部門別の売上・収益状況、月次の売上・受注状況、経営環境や

競争条件の変化について議論できる材料など。第二に、経営者がインフォメーション・ミーティングなどを通して、アナリストと積極的に対話の機会を持つこと。第三に、上場会社のさまざまな事業活動に関して、差し支えのない範囲で調査ができること。例えばIR部署への接触とは別に、個別事業部への取材・調査をはじめ、工場見学や研究所見学なども調査活動にとって必要。

最後に提言のまとめとして、「アナリストは企業との長期的信頼関係を基本として、自らの分析結果や意見をも提供しうる双方向のコミュニケーション(ダイナミック・コミュニケーション)を望んでいる。このような調査活動を通して分析が進められるならば、アナリストの投資情報は投資家の投資判断に十分役立つレベルの高いものとなる。そして質の高い投資情報が投資家に適時流されることは、企業の適正な株価形成にとって重要な一助となろう。この点が、上場会社にとっての最大の効用である」と述べている。

当協会は、この提言を大蔵省、証券取引所、全国の上場会社など関係各方面に送付し、ディスクロージャーの促進・充実と証券アナリストの役割について理解と協力を求めた。

## (2)「ディスクロージャー研究会」への改組とディスクロージャーに関するアンケートの実施

「インサイダー取引問題研究会」は、「提言」を取りまとめて公表した後も、インサイダー取引規制実施後の企業のディスクロージャーとアナリストの対応の実情についてのフォローなど活発な活動を続けた。

インサイダー取引規制とディスクロージャーの促進とは表裏一体として理解されるべきものであり、アナリストとしてもこの際ディスクロージャー問題の研究を深め、必要に応じて提言を发表或し企業に働き掛けたりする必要があるということから、1989年12月に「インサイダー取引問題研究会」を「ディスクロージャー研究会」と改称し、委員を2名増員して新発足することとなった。

同研究会は90年8月、全国の上場会社および店頭登録企業2,282社を対象に「ディスクロージャーに関するアンケート調査」を実施し、その結果を10月に新聞発表した。この調査は、ディスクロージャーに関する社内体制、現状、考え方、今後の方策、証券アナリストへの要望などを含む包括的なものであった。

この中で、ディスクロージャーの意義については(複数回答、以下同じ)、「公開企業として当然の責務である」との回答が86%を占めたが、「自社に対する

「正当な評価、株価形成のために重要」という積極的な回答をした企業が64%と多かったことが注目される。一方、「法律、制度上やむを得ないものである」というやや消極的な回答をした企業も24%あった。

ディスクロージャーに期待するメリットとしては、「適正な株価形成」、「投資家層の拡大（株主づくり）」、「迅速な情報公開によるインサイダー取引の未然防止」、「自社の知名度向上」の順で回答が多かったが、実現したメリットとしては、「投資家層の拡大（株主づくり）」、「自社の知名度向上」、「円滑な資金調達」、「適正な株価形成」の順であった。

アナリストの現状については、「投資家などに役立っている」と回答した企業が23%と最も多く、これに「適正な株価形成に役立っている」（15%）、「企業サイドにも参考になっている」（13%）を加えると、全体の約半数がアナリストの貢献を評価している。一方で、「アナリスト間に能力格差が目立つ」、「業界、企業についての下調べが不足」、「目先の材料など話題性に走り過ぎる傾向が散見」、「数値予想だけでなく、もっと中期的な成長性、企業の総合力などに重きを置いた分析が必要」など、アナリストにとっては耳の痛い指摘も多く聞かれた。

### (3) 「証券アナリストの調査・分析活動のあり方」に関するアンケート調査

同研究会は、さらに1992年6月には「証券アナリストの調査・分析活動のあり方」に関するアンケート調査を実施し、その結果を同年10月に新聞発表した。この調査は当協会の全検定会員3,177名、検定会員以外のリサーチ・アナリスト205名およびファンドマネジャー（補助者を含む）341名、合計3,723名を対象に実施した。その回答には当時のアナリストの状況や悩みが如実に表れているので、その要点を紹介しよう。

まず、わが国においてリサーチ・アナリストが受けている評価については、「理解は高まっているが欧米に比べると遅れている」と考えている人が80%と圧倒的に多く、ついで「ほとんど評価されていない」が16%、一方「専門職種として高い評価を受けている」はわずか1%にすぎなかった。リサーチ・アナリストの評価が低い理由（複数回答）としては、「独立性、中立性が低く他から圧力を受けやすい」が68%と最も多く、次いで「ファンダメンタル要因以外の株価決定要因が大きい」57%、「人事異動が早くスペシャリストが育たない」37%、「株価の評価など投資判断のための分析が弱い」26%、などとなっている。

リサーチ・アナリストの業務を遂行するうえで問題になっている点（複数回

答)としては、「アナリストを専門職として育成し、安定して職務を遂行させる体制が確立されていない」が60%と最も多く、次いで「リサーチアナリスト業務以外の仕事や急な飛び込み仕事に時間をとられ、本来のリサーチアナリスト業務にかける時間が不足する」が39%、「自社内のいろいろな部署からの圧力」31%や「担当している事業会社からの圧力」15%も見られた。

業務上で社内外との摩擦が生じた経験の有無については、社内では「頻繁にある」が4%、「ときどきある」が42%、社外ではそれぞれ1%、26%となった。頻度はともかく社内では5割弱、社外とは3割弱の人が摩擦の発生を認めている。逆に「全くない」は社内で14%、社外で21%であり、摩擦の経験が全くないアナリストは少ない。摩擦発生状況を所属別に国内系と外資系に分けて見ると、国内系の証券経済研究所および証券会社では、社内各部門との摩擦が「ときどきある」および「頻繁にある」と答えた人が6割前後あり、外資系証券会社の3割程度に比べかなり多くなっている。摩擦が起こった場合の対応（複数回答）については、「プレッシャーを全く気にせず独自判断を強調して発表した」というのはわずか10%にすぎず、多くの場合何らかの修正を加えることなどで対応している。最も多いのは「表現など若干の内容変更を行い発表した」で45%、また比率はかなり低いものの「レポートの発行を中止した」9%、「業績予想などを変更して発表した」7%などの憂慮すべきケースもあった。

アナリストが本来の職務を全うするための環境整備に重要と思われる事項（複数回答）については、「アナリストの独自性と自由な活動に対する保証」が63%と最も多く、次いで「事業会社のアナリスト業務への理解」44%、「アナリストの所属企業内での地位向上」41%、「アナリストの役割宣伝など社会的地位の確立」35%、「所属企業やそのグループ企業のアナリスト業務への理解」33%、などとなっている。これらは結局のところ、日本のリサーチ・アナリストの場合、当時は独立性、中立性が低く、他から圧力を受けやすいことと関係があると考えられ、さまざまな環境整備が必要とされることを示唆していた。

今後アナリストに求められる重要事項（複数回答）としては、「高度の専門知識と分析技術」が71%と最も多く、次いで「公平性・客観性」55%、「事業会社、社内他部門からの独立性」46%などが求められていた。





# 1. 教育プログラムの見直し

## (1) 証券アナリスト教育の抜本的見直し

当協会の証券アナリスト教育プログラム（通信教育講座・試験制度）が発足して10年強を経た1989年4月、当協会は「証券アナリスト教育基本問題研究会」を設けて、その抜本的な見直しに取り組むこととした。

これまでの実績によって、このプログラムは各方面に浸透し社会的評価も徐々に定着しつつあった。特に通信教育の受講者は、87年以来2年続けて約15,000人と多数に上っていた。一方で、世界的な金融イノベーションが進行する中で、わが国の証券市場の国際化、新しい金融商品の登場、高度な投資理論の発展など、証券アナリストを取り巻く環境は劇的に変化し、証券アナリストが身に付けるべき専門知識と分析技術も著しく多様化するとともにレベルの高いものが求められるようになってきた。また、証券市場のグローバル化に対応して、先進各国アナリスト協会の間で、証券アナリストの教育・資格制度を国際的に標準化しようという動きも現実味を帯びてきた（詳細は第Ⅴ部）。こうした事情を背景に、当協会の教育プログラムも充実・刷新を図る必要があったのである。もちろんこれまでも、投資の理論と実務に大きな発展が見られた節々に、カリキュラムの見直しが幾度か行われてきた。しかし、それはいずれも各科目ごとのいわば縦割りでの改善にとどまっていたため、全体としての体系や枠組みの大幅な刷新には及んでいなかったのが実情であった。梅村会長はこの研究会の発足に当たって、「現行の教育プログラムを抜本的に見直し、カリキュラムおよび学習・試験方式のあり方について長期的な展望に立った理想像を提言してほしい」と要望している。

「証券アナリスト教育基本問題研究会」は、学界4名、実務家6名から構成され、座長には榊原茂樹神戸大学教授、座長代行には青山護横浜国立大学助教授が選ばれた。研究会は、89年4月28日の初会合以来延べ30回に上る全体会議と分科会を開き、現行制度の実情を分析するとともに、教育カリキュラム、教育方法、試験制度、管理機構等、教育プログラム全般のあり方について検討を重ねた。その結果を踏まえて、改革の基本方向と具体的な改革案について取りまとめ、90年7月「証券アナリスト教育プログラムのあり方について」と題する報告書を梅村会長に提出した。

## (2) 研究会報告書の内容

報告書では、最初にカリキュラム改革の視点として、次の3点を挙げている。

## ① 証券アナリストの定義と統合的な改革であるべきこと

証券アナリストが携わる業務は、経済分析（マクロ）、産業分析（セミマクロ）、個別企業分析（ミクロ）から、個別証券の組み合わせであるポートフォリオの編成・評価に至る一連の連続的かつシステムティックなプロセスを構成するものである。これらのどの段階を担当するかに応じてエコノミスト、マーケットアナリスト、リサーチアナリスト、ポートフォリオマネジャーなどさまざまなアナリスト像を描くことができる。教育プログラムは、特定のタイプの証券アナリストを育成するためのものではなく、どのようなタイプの証券アナリストにも共通な知識体系を提供できるものでなければならない。

## ② 国際的な視点からする改革であるべきこと

資本市場の急速なグローバル化に伴い、各国証券アナリスト協会の間で共通カリキュラムの構築、資格の互換性導入に向けての動きが現実化してきている。特に米国協会とわが国協会の間では、資格交換についての共同作業が既に始められている（後述）。したがって、わが国の教育カリキュラムも、国際的に見て、とりわけ米国のそれと比較して遜色のないように絶えずレベルアップさせていくことが必要である。

## ③ 受講者の声を反映した改革であるべきこと

カリキュラムの見直しに当たっては、現行のカリキュラムのどこに問題があり、どのように改善するのが望ましいかについて、実務家である受講者や、検定会員の声を反映させることも必要である。

次に、現行カリキュラムの問題点を検討したうえで、改革の一般的方向として次のような提言を行っている。

- ① 現行第1次レベルの「財務会計」と「財務諸表分析」を1科目に統合し、現行第2次レベルと同様に「財務分析」へと改組する。
- ② 「証券分析」を学習科目のコアに据えるとともに、科目別のウエートを「証券分析」3、「経済」1、「財務分析」1に再構成する。このウエートはおおむね米国のアナリスト試験におけるウエートと等しい。
- ③ 「経済」、「財務分析」については、アナリストにとって有用な経済学、会計学の基礎理論と思考方法を効率的に学習し得るようにその内容を改める。
- ④ 「証券分析」と「経済」、「証券分析」と「財務分析」の間の境界的な部分の振り分けを明確にする。

- ⑤ レベル別の学習目標については、おおむね現行通り、第1次レベルでは基礎的な知識・分析ツールの習得、第2次レベルではより高度の知識と実践的応用力の涵養を目指す、各科目共に、理論と実務応用とのバランスに十分配慮することが必要である。米国のように第3次レベルを設けることは時期尚早である。
- ⑥ 米国のCFAカリキュラムで独立した科目となっている「職業倫理・行為基準」、「計量分析」については、現段階では独立した科目とせず、適宜、適当な文献を副読本として配本するなどにより、受講者の自習に委ねることが適当である。

報告書では、科目ごとに具体的なカリキュラム改革案も示している。例えば「証券分析」については、ポートフォリオ・マネジメントに関する内容を充実させること、先物取引、オプション取引、M&Aなど最近の金融取引に関する記述・説明を充実させること、総じて実務面での解説が希薄であり、理論モデルの解説に偏するきらいがあるので、ケーススタディを含めた実践的な内容を重視すべきであることなどが提言された。また「財務分析」については、証券アナリストは会計データを作り出す側ではなく、あくまでデータを利用する側であるので、会計データを特徴付ける中心的な概念やルールを理解できれば十分との考え方に立って、できるだけ少ない労力で基本を学べるカリキュラムを提供すべきであるとされた。ちなみに、従来の第1次レベルの「財務会計」、「財務諸表分析」および第2次レベルの「財務会計」については「簿記」に重点が置かれ、どちらかという財務諸表を作る方の立場からのカリキュラムとなっていたため、財務諸表を分析のために利用する立場のアナリストにとっては必要以上に難しく、会計がネックで受かりにくいという受験者等の声もあった。

### (3) 証券アナリスト教育・試験制度の改革

当協会ではこの報告書を受けて、おおむね報告書に盛り込まれた基本的な方向に沿う形で教育・試験制度の改革を行うこととし、1990年11月の理事会で、従来の「証券アナリスト試験制度実施要領」に代えて新たに「証券アナリスト教育および試験制度要綱」を制定することを決定した（92年4月施行）。改革の要点は次のようなものであった。

- ① 新カリキュラムにおいては、「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」を学習科目のコアに据えるとともに、科目別ウエートを証券分析とポートフォリオ・マネジメント3、経済1、財務分析1に再構成し、全体の学習

- 量を現行比約2割アップする。
- ② 各科目とも、ベーシックなものの掘り下げと新しい動きへの対応、理論と実務応用とのバランスに十分配慮しつつ、水準としては米国のカリキュラムと比較して遜色のないものを目標とする。
  - ③ 学習教材としては、すべての科目について、基本テキスト、通信テキストおよび副読本の構成とし、講座としての統一性と内容の充実を図る。また、試験については、実務家たるアナリスト教育の実を上げ、また応用能力習得の判定を的確に行うため、問題の多様化と充実を期す。
  - ④ 新たに受験可能回数と期間に制限を設ける。受講を開始後、第1次レベルは4年、第2次レベルは3年、合計7年以内にそれぞれの試験に合格することが必要。
  - ⑤ 教育・試験制度の管理機構としては、教育機能（カリキュラム編成、教材選定等）と教育効果認定機能（試験の実施）とのチェック・アンド・バランスを図りながら組織的、計画的に制度を運営できるよう組織を拡充する。具体的には教育プログラム全体の企画機能を担う新設の「証券アナリスト教育委員会」の下に新設の「カリキュラム委員会」および従来から存在した「試験委員会」と「試験管理委員会」をぶら下げるという組織に改めることとした。また「カリキュラム委員会」の下部組織として「教材小委員会」を新たに設置した。ちなみに「証券アナリスト教育委員会」の委員長には鈴木淑夫（野村総研副理事長）、「カリキュラム委員会」の委員長には榊原茂樹（神戸大学教授）、「教材小委員会」の委員長には青山護（横浜国立大学助教授）が就任した。

「証券アナリスト教育委員会」、「カリキュラム委員会」、「教材小委員会」は直ちに活動を開始し、その後1年半にわたる準備期間を経て新カリキュラムによる通信教育講座が、第1次レベルは92年6月に、第2次レベルは同年8月にそれぞれスタートした。

旧カリキュラムに基づく通信教育受講者のために、92年は通常の第1次レベル、第2次レベルの試験（それぞれ4月および6月に実施）のほかに最終臨時試験をそれぞれ8月および10月に実施した。

新カリキュラムによる第1次レベル試験は93年4月に、第2次レベル試験は同年6月にそれぞれ第1回が行われた。試験時間は、従来第1次試験は4科目で5時間20分であったものを3科目で6時間に、第2次試験も従来5時間であったものを6時間にそれぞれ延長し、いずれも「証券分析とポートフォリ

オ・マネジメント」の試験時間が半分を占めることとなった。

#### (4) 第2次レベルの通信教育講座に「職業倫理・行為基準」を追加

1987年に制定された「証券アナリスト職業行為基準」については、解説を加えて小冊子にまとめたものを入会承認の際に交付して、会員に遵守を誓約させてきたが、規律委員会では、さらに進んで、この基準が会員の日常業務上どのように適用されているかという具体的なケースを収集し、これを実務ハンドブックとして会員に提供することにより、基準の普及・定着を図ることとした。このため同委員会では新たに指名された特別委員（学界・実務界の専門家3名）により、本問題に詳しい各業態の関係者約30名を対象として、ケース収集のためのヒアリングを94年初から開始した。この結果を踏まえて95年2月には、『証券アナリスト職業行為基準実務ハンドブック』および『証券アナリスト職業行為基準参考法令集』が刊行された。

『証券アナリスト職業行為基準実務ハンドブック』は、従来から会員に配布してきた冊子『証券アナリスト職業行為基準の解説』をベースとし、①その後の法令改正に合わせた解説の修正、②証券アナリストの日常業務遂行上、基準との関係で判断を迫られるような仮想事例とそれに対する行動指針の追加、③「証券アナリスト職業行為基準の意義」についての北村規律委員会委員長の解説などを加えて集大成されたものであった。また、『証券アナリスト職業行為基準参考法令集』は、アナリストが知っておくべき証券取引法をはじめとする各種関連法令および関連業界の自主規制などを網羅して編さんされたものである。なお、このうち『証券アナリスト職業行為基準実務ハンドブック』は、現在に至るまで必要に応じ改訂され発行され続けている。

これに先立つ94年6月の理事会において、同年8月開講の証券アナリスト第2次レベル第3期通信教育講座から、新たに証券アナリストの職業倫理・行為基準を学習および試験の対象に加えることが決定された。職業倫理・行為基準を証券アナリスト教育カリキュラムに加えることが、アナリストに対する社会的な信頼を高めるうえでも、またカリキュラムを国際的な水準に維持していくうえでも必要との考えによるものであった。この結果、第2次レベルの講座は、従来の「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」、「財務分析」、「経済」の3科目に「職業倫理・行為基準」を加えた4科目となり、第2次レベル講座の期間は従来の8カ月から9カ月に延長となった。同講座における教材については、基本テキストとして『証券アナリスト職業行為基準実務ハンドブック』を、

## Column コラム

## 「ほどのよさ」を重視した教育プログラム

当協会の教育プログラムに関するカリキュラムの検討やテキストの執筆は、一橋トリオに代表される学者たちと証券、信託、投信・投資顧問業界等の研究部門に属する実務家との共同作業で進められた。山一証券の調査部門で長く活躍したのち学界に転じた太田八十雄は、教育プログラムに関して次のように話している。

「1977年、通信教育講座のスタートとともに『証券分析』の講師に就任した。講師として心掛けたのは、自分は研究者であると同時に実務家でもあるので、自分の身の周りにいる受講者の水準も考えた『ほどのよさ』を大事にすること、つまり、①証券アナリストに必要な基礎的な専門知識と分析手法の学習手段を提供する、②したがって、むやみに高度・難解な理論を取り入れたり特定の学説だけを取り上げたりはしない、③質・量ともにバランスを大事にする、ことである。

当時証券分析に関する基本的なテキストは日本には無かったが、以前から必要に応じて米国のテキストを読んでいたため、それほど不都合は感じなかった。米国のアナリスト協会が刊行した *The Financial Analyst's Handbook, 1<sup>st</sup> ed.* にはCFAが必要とする知識が網羅的に盛り込まれていたため、ほどのよさを知る上でも大変役に立った。

内容については当時台頭しつつあった『現代投資理論（効率的市場論、MPT、CAPM）』の取り扱いが議論になった。グレアム・ドッド流は古い、現代投資理論を中心に据えるべきとの強い主張があった。ただ、当時は米国でも新思潮を織り込んだ標準的なテキストはまだなく、結局、当初は独立した分野としてテキストに加えることにした。その後、投信、年金資金の急増とともにシステム運用の理論的なバックボーンとして『現代投資理論』が大いに活用されるようになった。

87年に試験委員会委員に、90年には教育委員会委員にも就任した。実務界に身を置き、部下など周囲に大勢の受験者がいるという状況の中で、こうした委員を引き受けてよいかずいぶん悩んだが、実務界からも委員が出ることが重要と考え、もろもろの問題点は割り切ってお引き受けした。両委員会では、実務家としての立場で前述の「ほどのよさ」を力説した。

90年に当協会は教育プログラムの大改訂に踏み切り、『現代投資理論』が証券分析のテキストの中で重要な位置を占めるようになったが、これは新時代にふさわしい証券アナリストを養成しようという協会の強い意図を反映したものであった。」

副読本として『証券アナリスト職業行為基準参考法令集』を当てることとなった。

## 2. 30周年記念事業

### (1) 30周年記念大会を実施

1991年7月梅村正司会長が退任し、後任の会長には北村一男（山一証券投資信託委託会長）が就任した。北村新会長は当協会の検定会員（第2期生）であり、証券アナリスト試験制度発足後10年目にして初めて検定会員の会長が誕生したことになる。

92年10月、当協会は創立30周年を迎えた。その時点で会員総数は5,500人余り、うち検定会員は4,000人を超え、17,000人以上の会員候補者が教育プログラムに登録されているという隆盛の中で迎えた30周年であった。北村会長は、「ここに至るまでの道程は決して容易なものではなく、本格的なプロフェッションとしての証券アナリストの育成に向けて献身的な努力を払ってこられた

諸先輩のご苦勞が改めて想起される」とし、「現状は、これらの諸先輩によって播かれた種子が次々と芽を出し、時代の追い風の中で花開きつつある時期」と述べている。

10月5日に開催された第7回日本証券アナリスト大会は、当協会創立30周年記念大会と位置付けられ、アジア証券アナリスト協議会（ASAC）の東京大会（10月6日・7日）と併せて開催された。

この日本証券アナリスト大会では、来賓として小川是大蔵省証券局長、ポーディッチ（Maxwell R. Powditch）アジア証券アナリスト協議会（Asian Securities Analysts Council：ASAC）会長、ベイストン（Darwin M. Bayston）米国投資管理調査協会（Association for Investment Management and Research：AIMR）理事長、ド・ヴァール（Jean-Guy de Waël）欧州証券アナリスト協会連合会（EFFAS）会長がそれぞれ参加し、スピーチを行った。

この中で小川証券局長は、「アナリスト協会が法

#### ■ 第7回日本証券アナリスト大会



挨拶する北村会長



来賓席



律や行政の力を借りることなく自主的に証券アナリストの教育・研修に努め、職業行為基準を定めるとともに自ら検定試験を実施していることを高く評価し、「30年の伝統とともに育ってきた専門家集団としての真の自主性と、あらゆる方面からの圧力や干渉に屈せぬ、固い独立性を守りながら、国民の期待に応えて、さらなる進展を続けて行かれることを祈念する」と述べた。

また、海外3地域のアナリスト協会組織の代表は、こもごもこれまでの当協会との友好的な協力関係を振り返るとともに、近年各国・各地域のアナリスト協会間の連携を深めるうえで当協会が発揮してきたリーダーシップの大きさを強調するスピーチを行った。この点に関して AIMR のベイストン理事長は、「日本協会 (SAAJ) は、ASAC の発展のため、あるいは ICC (International Coordinating Committee : 国際調整委員会) のために大変なリーダーシップを発揮しているが、これはわれわれとしては学ぶべき重要な範となっている。日本協会の理事会の方々、指導者の方々の力がまさに大変に大きい」と述べている。また ASAC のポーディッチ会長は、「ASAC が今日存在するのは、なんといっても当初から SAAJ が積極的に参加し、主導的な役割を担ってくれたおかげ」であり、「特に近年ではそのリーダーシップが強かった」と指摘した(当協会の国際的な活動については第V部「証券アナリストの国際的な連帯」の項で詳述)。

当日の記念講演は、「時代の潮流と企業の成長」というタイトルで、セブーン・イレブン・ジャパンの鈴木敏文社長が行った。午後のパネルディスカッション A は神崎倫一東洋信託顧問を司会に「株式市場の課題と展望」、B は伊藤邦雄一橋大学教授を司会に「アナリストと企業評価のあり方」というテーマで行われた。

30周年記念大会では、これまで長期にわたり当協会発展のために尽力された功労者として、土屋陽三郎、山中宏両氏の表彰が行われた。二人は共に証券アナリストの将来性をいち早く洞察し、当協会創立に際しては創立準備委員、あるいは幹事として参画した。土屋は15年間にわたり当協会副会長および運営委員会委員長を務め、この間、証券アナリスト資格制度創設委員会委員長として、教育・資格制度の基礎を作り、また規律委員会委員長として「証券アナリスト職業行為基準」を制定した。山中は分析理論委員会委員長、懸賞論文選考委員長を務めたほか、65年以降、当協会副会長の任にあり、会員の知識啓蒙のために多大の貢献をした。

## 30周年大会で表彰された二人の先達



1992年、協会創立30周年を機に、協会発展の礎を築いた功労者として土屋陽三郎前副会長と山中宏副会長の二人が表彰された。

土屋陽三郎は1914年生まれ、土屋鋭太郎商店を経て43年土屋証券（後の三洋証券）を設立して社長。戦後、三洋証券社長、会長として活躍した。当協会設立の契機となった59年の生産性本部の証券業視察団（小池厚之助団長）の一員として訪米、当協会創立に当たっては発起人の一人となり、以後幹部として協会の屋台骨を支えた。証券界を熟知し、機敏な行動力を持つ土屋の存在は、証券アナリスト協会にとっては大変貴重であった。ちなみに表彰式でのスピーチの中で土屋は次のようなエピソードを紹介している。「発足当初のアナリスト協会は、業界においては全くのまま子扱いだっただ。われわれはアナリスト協会は将来必ず発展する、アナリストの地位が向上しなければ業界は良くならないとの確信の下にいろいろと努力した。第二代西村会長が退任した際、私に会長をやれと言われたが、もっと組織を強力にするためにということで、当時証券業協会の会長であった野村の瀬川さんをお願いしてアナリスト協会会長を兼務してもらうことにした。私は瀬川さんを口説いて、何とかしてアナリスト協会を公認団体にしてほしいとお願いし、瀬川さんも大蔵省はじめあちこち動かれて、社団法人化が実現した」。

山中宏は1913年生まれ、34年明治生命に入社し、財務調査課長、財務部長など運用関係の要職を歴任したのち社長、会長を務めた。また、生命保険協会会長、経済同友会終身幹事、大蔵省保険審議会、証券取引審議会委員などの公職を歴任したほか、生命保険や証券投資に関する著書も多い。ジャパンファンド（62年に日興証券の創業者遠山元一がニューヨークのベッチェ証券と提携して米国で設立した日本株投資信託）の役員を発足当初から務めていた関係で定期的に米国に出張し、米国の銀行、生保、証券会社などの経営者やアナリストと親しく面談する機会があったので、帰国のたびに『証券アナリストジャーナル』に米国の証券・経済事情について紹介記事を寄稿した。この寄稿は米国の最新情報を伝えるものとして、同誌の呼び物の一つであり、32年間にわたって55回掲載された。ちなみにジャパンファンドは協会30周年と同時期に設定30周年を迎えたが、30年間に純資産は年率18%の伸び、当初1万ドルの投資が131万ドルになるという驚異的なパフォーマンスを記録した。

アナリスト協会がセルサイドの証券会社だけでなく、バイサイドの機関投資家（生保など）を含めた幅広い組織として発足したことが今日の発展の礎になったことは明らかであり、この面での山中の功績は極めて大きかった。

## (2) ASAC 東京大会を開催

30周年記念大会終了当日の夕刻、ホテル・ニューオータニでアジア証券アナリスト協議会（ASAC）東京大会参加者の歓迎レセプションが催された。海外からの参加者の多くは夫人同伴であり、和太鼓のアトラクションも披露されるなど華やかな雰囲気であった。

ASAC 東京大会は翌日から3日間にわたって行われ、初日の午前中は宮崎勇大和総研理事長が「新しい世界秩序と日本の役割」、ヒーヨンソン（Hee-Yhon Song）韓国開発院院長が「21世紀に向けてのアジアの展望と課題」というテーマでそれぞれ講演した。午後のパネルディスカッションAは三宅純一日本総合研究所副理事長の司会で「世界経済の動向」、Bは若林信正大和投資顧問取締役の司会で「アジアの証券市場と投資戦略」というテーマで行われた。2日目の午前中は香港から参加した和田一夫ヤオハン代表が「国際経営の展開」というテーマで講演、締めくくりは小林陽太郎富士ゼロックス社長の「変わる日本の企業経営」というタイトルの講演であった。また両日共に昼食後にランチョンスピーチが生まれ、初日は「新興株式市場のライフサイクル」というテーマで香港の投資アドバイザーのマーク・ファーバー（Marc Faber）、2日目は「東アジアと日本」というテーマで緒方四十郎山一証券顧問がそれぞれ講演した。2日目の午後は東京証券取引所の見学、3日目はソニー木更津、日産自動車座間工場、ファナック本社工場の見学会が行われた。この大会の参加者は240名、うち海外からは13カ国92名という盛況であった。

30周年記念大会およびASAC東京大会の準備のために、検定会員を中心とする17名の実行委員会が組成され、従来同様に手作りで大会運営を行った。実行委員長を務めた河邊雅靖山一投信専務取締役は、「講師をお願いした人々は、いずれも第一線で活躍する有名人であり、いささか高望み過ぎて、簡単に希望通りにはゆくまいと心配した。しかしく案ずるより産むが易し」で、いずれも快く応じていただいた。アナリストおよび当協会の存在が良く認識され、理解されていたため、意を強くするとともに、責任の重さを改めて実感させられた」、「4日間の予定がすべてスムーズに進み、海外からの多くの参加者にもこれといったトラブルもなく、無事に終了できて本当に良かった」、「両大会同時開催のため例年以上に準備に時間を要し実行委員の方々にはほぼ1年間にわたって共通の目的に向



ASAC 東京大会（パネルディスカッション）

かって尽力いただいたことに感謝したい」と述べている。

なお、このほか30周年記念事業として、『証券アナリストジャーナル』92年10月号を30周年記念号とし、「証券投資理論の歴史と展望」という特集などを掲載した。また、証券アナリストジャーナル編集委員会の再編成（88年）以降に掲載された論文をテーマ別に集大成した『証券アナリストジャーナル収録論文集』を刊行した。これは89年1月号から92年6月号までに掲載された論文112編を対象とし、これを15のテーマに分類し、各テーマごとにそのテーマに最も即した論文2編ずつ合計30編については全文を、その他の論文については要旨または目次を掲載するという方針で編集された。

## 3. ディスクロージャー優良企業の選定

### (1) ディスクロージャー研究会における検討

ディスクロージャー研究会（松島憲之座長）は1993年から、ディスクロージャー優良企業を証券アナリストが選定する制度について研究を開始した。

証券アナリストが合理的な投資分析を行っていくためには、十分かつタイムリーな企業情報の収集が大前提となる。その場合、証券アナリストの立場から見て望ましいディスクロージャーとはどのようなものであるかを企業に理解してもらい、それに即した開示について協力を求めていくことが極めて重要である。こうした観点から、アナリストの立場から望ましい企業情報開示基準を策定し、この基準に基づいて企業のディスクロージャーの優劣を定期的に評価し、優れた企業を表彰する制度を検討しようということになったのである。

従来は、アナリストと企業との間の力関係や、企業のIR活動・ディスクロージャーへの取り組みの希薄さから、アナリストがディスクロージャー優良企業を表彰してもあまり評価されない懸念があったが、アナリストの役割に関する社会の認識が徐々に高まり、また、企業がIR活動にも積極的になりつつあったことから、表彰制度実施についての環境が整ってきたのである。

アナリストによるディスクロージャー優良企業の評価・選定は、米国ではAIMRにより長年行われてきたが、わが国にこれを導入するに当たっては、わが国特有の事情を十分に勘案するとともに、それが単に人気投票的なものに終わらないように、客観性を持ち、かつ企業側にとっても有益なガイドラインとなり得るような評価基準を確立することが重要と考えられた。同研究会では一部企業やIR専門会社の意見も聴取したうえで検討を重ね、93年末にまず「ディスクロージャー一般的評価基準」を策定した。

一般的評価基準では、「1. 有価証券報告書、決算短信等」、「2. 説明会、インタビュー等」、「3. 東証へのファイリング等タイムリーディスクロージャー」、「4. 企業が自主的に公表している情報」の4項目に分類評価することとし、このうち「2. 説明会、インタビュー等」は最も貴重な情報ソースであることから、全体の50～60%と高いウエートを与えることとした。

なお、業種によって開示の必要項目およびその重要度がかなり異なっているので、主要業種別にその特性に応じたディスクロージャー評価基準を設定して、きめ細かに選考を進めることとし、「一般的評価基準」は各業種の評価基準の整合性を確保するためのガイドラインとして位置付けることとした。

ディスクロージャー優良企業選定の具体的な手順としては、

- ① 当研究会の傘下に各業種のリサーチ経験豊かなアナリストを委員とする業種別専門部会を設置して業種別の「ディスクロージャー評価基準（スコアシート）」を作成、
  - ② 一定経験を持つアナリスト（リサーチアナリストとしての経験年数3年以上、かつ、当該業種の経験年数おおむね2年以上で、当該業種の主要企業に対する年間1社平均接触回数4回以上）に対してスコアシートを送付し、評価を依頼（当該アナリストは直近1年間で4回以上接触している企業についてのみ評価を記入）、
  - ③ 各専門部会は、評価が記入されたスコアシートを集計・分析・評価した調査結果をディスクロージャー研究会に報告、
  - ④ 同研究会は、その報告を審査して業種別に優良企業を最終決定する、
- という仕組みが決定された。

## (2) パイロット調査を経て本調査を実施

上記の手順によるディスクロージャー優良企業の選定を本格的に実施するに当たっては、あらかじめさらに具体的問題点の有無を探り、慎重を期することが必要との判断から、パイロットサーベイ（模擬調査）を実施することとした。すなわち、1993年末にディスクロージャー研究会内に鉄鋼、小売業、電気・精密機器の3専門部会を設置し、「一般的評価基準」を当該業種の特性に合わせて修正した「評価基準（スコアシート）」を設定して、各業種ごとにサーベイを実施した。

パイロットサーベイはおおむね期待通り順調に行われたが、スコアシートの回答記入にかなり長時間を要し負担が大きいこと、設問によってはアナリストの回答にばらつきが大きく、質問内容を具体的に明確化する必要があること、

などの問題点も明らかになった。

そこで、これらの問題点を修正するとともに、業種をパイロットサーベイの3業種のほかに自動車、医薬品、建設および商社を加えた7業種に拡大して本調査を行うこととした。制度の名称については、「ディスクロージャー優良企業表彰制度」と仮称していたのを改め、「リサーチ・アナリストが選ぶディスクロージャー優良企業」とした。証券アナリストが自主的に行う調査であるというスタンスを評価対象企業に理解してもらうために表現を柔らかく、平易にしたものである。

本調査実施に当たっては、まず新たに加わった4業種の業種別専門委員会を立ち上げ、94年7～10月に各業種別評価基準（スコアシート）を作成（鉄鋼、電気・精密機器、小売業は既作成スコアシートを修正）した。翌95年2月には「リサーチ・アナリストが選ぶディスクロージャー優良企業の実施について」と題して、制度の趣旨、枠組み、実施要領等について正式に記者発表を行った。この制度を円滑に進めるためには、評価対象企業の理解と協力が不可欠であることから、記者発表と同時に、東証一部上場全企業の代表者および初年度の評価対象企業に対して、「一般的評価基準」、「業種別評価基準」を含めて、制度の内容を詳しく説明するとともに、評価対象となった企業には評価結果を十分にフィードバックすることを表明した。

第1回の本調査は、7業種59社を対象に、95年6月にアナリストに対してスコアシートを送付、その回収および集計を7～8月に行い、各専門部会による回答結果の分析、評価、選考を8～9月にかけて行ったうえで、9月下旬にディスクロージャー研究会で最終決定を行い、結果を対外公表した。

### (3) 第1回の結果と優良企業の表彰

第1回の評価結果を見ると、業種別には対象7業種のうち、電機・精密機器および小売業（スーパー）の評価が、他の5業種に比べて明らかに高かった。評価基準において配点ウエートの高い「企業の自発的なディスクロージャーに関する項目」での得点差が響いたものである。内外の資本市場を積極的に活用して発展してきた2業種と、長い間間接金融に依存してきたその他の業種との、ディスクロージャーに対するスタンスの差が表れたものと思われる。

ちなみに、各業種の第1位企業は次の通りであった。

建設業（ゼネコン）：鹿島建設、医薬品産業：第一製薬、鉄鋼業：東京製鉄、電気・精密機器産業：ソニー、自動車産業：本田技研工業、商社（総合商社）：三菱商事、小売業（スーパー）：イトーヨーカ堂

各業種3位までの企業名とスコアに加え、1位企業については選定理由も発表された。例えば鉄鋼業第1位の東京製鉄については、「自社にとってプラスの情報もマイナスの情報も区別なく公平に公開するとともに、説明会、インタビュー等において経営トップが積極的に対応している」、電機・精密機器産業第1位のソニーについては、「専門スタッフを充実させて国内および海外の投資家に積極的に対応するなどグローバルなIR活動を展開しており、組織的なディスクロージャーへの努力、連結ベースの情報開示、損益のセグメント情報の開示などが高く評価される」、小売業（スーパー）第1位のイトーヨーカ堂については、「連結決算・グループ企業に関する情報の開示で群を抜いているほか、経営指標の詳細な開示や説明会において経営者が講演を行うなど、ディスクロージャーが総合的に充実している」などのコメントがなされた。

各業種で第1位に選ばれた企業については、同年10月の日本証券アナリスト大会に代表者を招待し、表彰式を行うとともに記念の盾を贈った。

一方、第1回の評価対象となった7業種59社のすべてに対して、各専門部会の委員が手分けをしてその結果を個別にフィードバックした。企業側の反応としては、評価下位企業のごく一部で責任者が説明の聴取を拒否するといった事例もあったが、大部分の企業では役員クラスが説明を前向きに聞く姿勢を示し、他社のディスクロージャー動向に対する質問や、どうすれば評価が高まるか具体的な提案をしてほしいとの意見も聞かれた。また、結果発表直後の中間決算期には決算説明の補足資料をあらかじめペーパーで配布したり、質疑時間を延長し、応答も丁寧になるなど早くも効果が表れた事例が多く見られた。アナリストと企業との対話を通じてより良いディスクロージャーの実現を目指すという表彰制度は、ほぼ狙い通りに順調に滑り出したと言えよう。

この第1回の評価に参加したアナリストは、ディスクロージャー研究会委員10名、7専門部会の委員49名、スコアシート記入者174名であった。まさに第一線のリサーチ・アナリストが力を合わせて実行した初めてのプロジェクトであり、日本企業のディスクロージャーを何としてでも改善したいというアナリストの意気込みの表れでもあった。「リサーチ・アナリスト（2005年度以降は、証券アナリスト）が選ぶディスクロージャー優良企業」はその後、対象業種や対象企業を広げつつ、今日に至るまで毎年行われ、ディスクロージャー



ディスクロージャー優良企業に贈られる盾

## アナリストが最もハッピーだった時代？

日本では、1989～90年ごろを境に証券アナリストが一躍脚光を浴びるようになった。その直接のきっかけとなったのは外国系証券の日本進出とアナリスト人気ランキングの発表であった。90年代後半に電機セクターでトップアナリストとして活躍した若林秀樹は当時の様子を次のように話している。

「80年代末ごろから外資系の証券会社が日本での事業を拡大し始め、野村でも先輩が何人か外資系証券に転職していった。ちょうどそのころ『日本経済新聞』がアナリストランキングの発表を開始した。2回、3回と回を重ねるにつれて野村のアナリストが地盤沈下、あまり上位に入れなくなった。一方で圧倒的な地位を築いたのが外資系のアナリストだった。

社内で分析した結果、彼らと同じ土俵に上がるためには投資判断を明示的に行うことが必要ということになったが、これが大きなあつれきを生んだ。特に売り推奨をした場合に社内の引受部門や主幹事証券になっている事業会社との関係が問題であった。アナリストとしてもレーティングをどのようにして付けたらよいのか戸惑いもあり、最初はレーティング委員会を設けて合議制で決めたが必ずしもうまくいかなかった。結局92年か93年ごろにはレーティング委員会はなくなって、アナリストが自分の責任で決めるようになり、また、レーティングをめぐる社内外の摩擦も少しずつ緩和されてきた。株式市場そのものもバブルの崩壊で、やはりフェアバリューに基づいた投資判断が必要ということになった。マーケットの変化の中で理解が進んだということだったと思う。

『日本経済新聞』のアナリストランキングもだいぶメジャーになり、世間一般でもアナリストという職業の人气が高まってきた。従来はどちらかというと牧歌的な、のんびりとした仕事ぶりだったが、そのころから非常に忙しくなったし、プレゼンテーションのための海外出張もかなり増えた。私の担当していた電機業界は、大手各社が同時に決算発表をするので、その晩は完全に徹夜して業績予想を仕上げてからレポートを書き、次の日からフォローアップのヒアリングやプレゼンテーションに行くといった状況であった。恐らくそのころから90年代後半までが私だけでなくアナリスト全体にとっても一番ハッピーな時代だったのではないかと思う。

その後は、企業のIR体制の充実やウェブを通じた企業情報の開示等によりインプットの面での優位性が低下する中、アナリストの真の分析力、予測力が問われる新しい時代に入っていったと思う。」



の改善に大きな役割を果たしている。ディスクロージャー研究会座長としてこの制度発足当初から長期にわたってその発展をリードしてきた松島憲之は、「ディスクロージャー優良企業の選定はアナリストが自分たちのために行動を起こして、それが世の中を変えていったという意味で、証券アナリスト協会がやるべき本来の仕事だったと思う。まだまだ終わりではないので、いろいろと幅広く次世代の人たちがやってくれたらよいと思う」と述べている。

## 4. 厳しい経営環境の下で

### (1) 赤字化の恐れ

1993年7月に北村会長が退任し、新会長には上條俊昭（野村証券顧問・野村投資顧問相談役）が就任した。同時に由良専務理事が退任、後任として日銀出身で新日本証券調査センター副理事長であった安田正が就任した。国際的に幅広い人脈を築いてきた由良は、常勤顧問として引き続き協会の国際協力活動を中心にサポートすることになった（2001年末まで）。この時に協会の定款も一部改訂され、新たに常務理事ポストを設けることが決定された。ただし、当面は空席とし、将来必要が生じた場合に、機動的に選任するものとされた（その後95年7月に常務理事として大蔵省出身の剣持宣揚が選任された）。

新しい体制が発足して早々に直面したのは、協会の財政状況の悪化であった。93年度は証券アナリスト通信教育が新カリキュラムに移行した年で、前年に旧カリキュラム受講者が一斉に受験したため、受験者が大幅に減り、当協会には大幅な赤字が予想されていた。こうした特殊事情は別にしても、当時20億円ほどの正味財産はあったが、フローベースでは、証券7団体からの助成金がなければ赤字であり、証券7団体は長引く証券不況の下で、資本市場振興財団を除いて助成金を減らしたい意向であった。そこで、協会事務局は役職員のボーナスカットや郵送コストの節約、電話会議の活用による海外出張の抑制など経費の削減に取り組んだ。この面での実際の効果はそれほど大きなものではなかったが、まず意識改革が必要と考えたと、後に安田は語っている。その他、収入面では、通信教育のテキストを一般に販売したり、再受講について優遇策を設ける、賛助会員を増やすなどのきめ細かい増収策を採った。また、より長期的な対策として、第1に企業説明会について実施企業から負担金を徴収することとした（95年10月以降、当初6万円）。第2に96年度以降個人会員の年会費を従来の12,000円から18,000円に値上げした。この決定には当協会加藤精一副会長（岡三証券社長）の「証券7団体からの助成金に頼るのではなく社

団法人の本旨に戻って会費を値上げせざるを得ないのでは」とのアドバイスもあずかっていた。会費値上げについては特に会員からの異議はなくスムーズに受け入れられた。当時証券アナリストの地位が上がり、検定会員であることの価値が認識されつつあったことも一因と思われる。これらの措置を実施した結果、協会の財政基盤はかなり強化された。

## (2) 証券アナリスト試験の受験資格と入会資格要件の緩和

当協会の証券アナリスト教育・試験制度は、1977年に通信教育講座を開始して以来、一貫して受講・受験資格者を法人・賛助会員の役職者に限定してきた。これは、制度発足当時、証券アナリストについての社会的認識が必ずしも十分でなく、投資顧問業法などの法的整備も進んでいないという状況の下で、監督当局から、所属する組織から独立した純粋個人の資格制度を作ると、資格が独り歩きし、乱用される恐れがあるとの強い懸念が表明されたためである。その結果、受講・受験資格および試験合格後の検定会員資格は、証券分析に関する学識経験者を除けば法人・賛助会員の役職員に限られ、しかも当初は役職員の地位を離れた時は検定会員の資格を失うものとされていた。本来個人が受講・受験・入会すべきものであるにもかかわらず、実質的には法人帰属性の強い制度としてスタートせざるを得なかったのである。

その後、87年に定款が改正され、検定会員については、法人・賛助会員の役職者でなくなった後も引き続き会員としてとどまり得るようになったが、入口に当たる受講・受験・入会資格については、従来通り法人・賛助会員の役職者に限定されたままであった。しかしながら、証券アナリスト試験および検定会員制度が広く知れ渡り、検定会員に対する社会的な評価が高まるにつれて、その閉鎖性に対する批判や開放を求める要望がますます強まっていた。

このような状況の下、93年11月の理事会で、一般の人々にも広く証券アナリスト試験の門戸を開放するという方針が基本的に了承され、準備作業を経て、翌年3月の理事会でこれを盛り込んだ「証券アナリスト教育および試験制度要綱」の一部改正が正式に決定された。

具体的には、受講・受験資格について、従来は「本協会の一般会員または法人会員もしくは賛助会員の役職員」に限られていたが、新たに「大学（短大を含む）を卒業した者」、「大学に2年以上在学し44単位以上を修得した者」および「外国において同等以上の学力があると認められる教育課程を修了した者」の3者を有資格者に加えるというものである。

この改正の眼目は、大学生にアナリスト試験の門戸を開放することにあった。

当時学界においてはファイナンス部門の研究者の層が急速に厚くなり、優秀な学生が進んで数多くファイナンス部門を専攻するようになっていた。こうした背景の下に93年には日本ファイナンス学会が発足した。同年秋に開催された学会発足のパーティーには、当協会の安田専務理事が招かれ乾杯の発声と挨拶を行い、その中で、学生にもアナリスト試験を開放する旨を述べたところ大変歓迎された。協会側にも優秀な人々を早くからアナリストの世界に取り込みたいという狙いがあったことは勿論である。ファイナンス学会の学者の中には、早速ゼミナールの学生にアナリスト通信教育講座を受講することを勧める向きが見られるなど、本措置は、学界ひいては社会一般のニーズにも合致していたと言えよう。

一方、試験合格者が検定会員になるためには、定款の定めにより①入会申込時に法人・賛助会員に所属し（入会後は所属を離れても会員にとどまれる）、②証券分析業務の実務経験を3年以上有する者とされており、この点に変更されなかった。この点については当時、依然としてアナリスト資格が独り歩きすることに対する懸念が根強く残っていたことの表れと言えよう。

当協会に個人会員が入会するときの資格として付されていた「法人会員もしくは賛助会員の役職員であること」という要件は、2000年6月の定款変更により、検定会員に限り撤廃されることとなった。87年12月の定款変更により、検定会員が法人会員もしくは賛助会員の役職員でなくなった後も検定会員であり続けることが可能となり、さらにこの改正によって「入会時に法人会員もしくは賛助会員の役職員でなくても」入会が可能になったのである。制度発足当初は法人帰属性が強く求められた日本の証券アナリストであったが、その後、職業行為基準をはじめ会員の規律・懲戒に関する規定が整備されてきたことや、アナリスト試験に職業倫理の科目が加わったことなどにより、法人への帰属から離れた「個人の専門能力を認定する検定試験」という本来の趣旨に即した制度運用が可能になったのである。

さらに01年2月には「証券アナリスト教育および試験制度要綱」が変更され、法人・賛助会員の役職員以外の一般人の受講および受験について課されていた学歴要件が撤廃された。従来は一般参加者の学歴要件として、①学校教育法に定める大学（短期大学を含む）を卒業した者、②学校教育法に定める大学に2年以上在学し44単位以上を修得した者、③外国において①または②と同等以上の学力があると認められる教育課程を修了した者、とされていたのを改め、単に「証券分析業務に必要な知識、分析、応用力および職業倫理の習得を希望する者」としたのである。これは各種資格の受験資格に学歴差別を設けるのは

適切でないという考えが広がりつつあったことに加え、通信教育講座で提供される専門教材による学習が要求されている制度において、事前の学歴が要求されるのはおかしいという意見にも配慮したものであった。この変更により、証券アナリストを目指す人材をより広い範囲から求めることが可能となった。

なお、96年6月、上條俊昭会長が退任し、後任に土井定包（大和証券会長）が就任した。土井会長は就任に当たって、次のように述べている。

「当協会は創立後33年を経て、今や会員数は10,000人の大台に近づき、広く投資関連業界を包含するユニークな専門職業団体としての地歩が定着しつつある。同時に、証券アナリストの職能に寄せられる社会の期待とニーズはますます高まっている。証券アナリストがこうした期待に十分に答えていくためには、それぞれが専門能力の向上と職業倫理の高揚に努めなければならないことはもちろんであるが、当協会としても、会員のこうした自主的努力を支援し、もって社会の信認を高めるべく努力を傾注してゆく。特に最近では、アナリストの活動は国際的な広がりを強めており、海外協会との連携も一層深まりつつあるので、こうした国際協力を通じて当協会の国際的な評価もさらに高めて行きたい。」

### (3) 金融・証券界の動揺

1990年代の後半から2000年代初にかけて、金融機関の不良債権問題等バブル崩壊以降積み重なってきたさまざまな問題が一挙に噴出し、わが国の金融・証券界は大きく揺れ動いた。金融界では97年11月に北海道拓殖銀行が破綻、98年10月には日本長期信用銀行、同年12月には日本債券信用銀行がそれぞれ金融再生法に基づく特別公的管理を申請、99年3月には大手金融機関15行に対する7.4兆円の公的資金の注入が決定した。証券界でも97年11月に三洋証券が会社更生法を、山一証券が自主廃業をそれぞれ申請する事態となり、98年には証券会社の従業員数が13年ぶりに10万人を割り込んだ。また97年には証券大手4社でいわゆる大物総会屋に対する利益供与問題が発覚したことから、当協会土井定包会長が任期半ばで辞任、加藤精一副会長（岡三証券会長）が会長代行に就任し、翌98年4月の理事会で会長に選任された。

このように金融・証券界にとっては非常に厳しい時期ではあったが、一方で96年11月には橋本首相が「日本版ビッグバン」構想を発表、12月には証券取引審議会が証券市場の活性化に向けた論点整理という形で、持株会社制度の導入、各種手数料の自由化、投信の販売網の拡大等を提言するなど、日本経済の再生に向けて証券市場の果たす役割への期待が高まったことも事実であった。

## Column コラム

## 価値と価格の乖離を追求するストラテジスト



1990年代の後半になると、証券アナリストの中から、企業や産業のミクロ分析を超えて株式、金利、為替といったマクロの分析を行う、いわゆるストラテジストが生まれてきた。バブル崩壊後の長期にわたる日本株の低迷とその後の回復を的確に読み切った武者陵司はその代表の一人である。武者は当時の判断の根拠やストラテジストとして必要な資質について次のように述べている。

「自分は証券の基本的な価値を一生懸命探し、その価値に対してマーケットのコンセンサスが形成している価格とのギャップを追求し分析するというやり方を貫いてきた。90年代の終わりころまでは、日本人は日本がそれほど問題であることを理解していなかったし、マーケットもしかり、企業もまだ対応ができていなかった。しかし実際に調べてみると非常に多くの問題があった。このギャップの大きさを常に率直にメッセージとして出し続けたところ、いつの間にか弱気派の代表のようになってしまった。

私の発言がややラディカルだったこともあり、金融危機のころはいろいろと批判も受け、時には脅迫まがいの電話などもあった。金融危機時の判断の最大のポイントは、最悪をマーケットが織り込んだかどうか。そのためには公的資金の注入により完全に膿を出し切り、かつ一定の条件で株主の権利が守られることが必要と考えた。りそな銀行に対する公的資金の注入によりそうした条件が満たされたので底入れの時期が来たと判断した。当時はアメリカ経済が不安定と感じていたので、条件付きの楽観論であったが、その後の中国の台頭、グローバル化の進展により05年からは完全な楽観論に転じた。

ストラテジストにとって大切なことは、第一に本質的な価値に対するあくなき探究心。これは偏執狂的なくらいに徹底してやらないといけない。そして第二に自分の価値分析のプロセスや結果を現実によって検証し、修正すべき点は修正するという謙虚さと柔軟性。この二つさえ満たせば相当のリスクを取れる。多くの人々のコンセンサスに従うということではなく、むしろコンセンサスに抗して自分の見識を問うことが必要と思う。

自分はホームページに過去20年間の自身の予測と結果の履歴をすべて公表している。予想をよりの確に行うためには、過去の誤りの検証は成功の検証以上に重要と考えているためである。すべてのストラテジストがこうしたことを行うことが望まれる。お互いにそれぞれの前提や仮説や結果を検証しながら先行きを議論することで、対等な立場で議論ができると思うからである。」

こうした状況を反映して証券アナリストに対する関心は極めて高く、毎年15,000人から20,000人が検定試験の1次試験に申し込み、検定会員の数も97年9月に10,000人を突破、01年9月には15,000人を超えるなど目覚ましい伸びを示した。

#### (4) 1990年代後半における当協会の活動状況

1990年代後半における当協会の経営に関する問題意識としては、長引く証券不況の中で、証券関係各社の新規採用が減少している一方で、アナリストに対する社会的関心の高まりを反映して過去数年間にわたって通信教育講座受講者が急増したため、未教育層がほとんど吸収されてしまったとみられることである。この二つの事情は近々新規の受講・受験者が先細りに転じることを意味しており、その場合に協会財政の健全性をいかにして保つかという点が問題であった。当時、事務局では新規1次受講者が5千人となった場合の収支状況とその対策をシミュレーションした経緯がある。

一方、当協会の事業内容に関する問題意識としては、2万人を展望し得るまでに増加した会員に対する継続教育が今後ますます大事なものとなるであろうという点であった。アナリストの分析ツールが日進月歩であるうえ、市場の構造変化が激しく、デリバティブなど新しい商品が続々と登場する中で、一度アナリスト試験に合格すればそれで足りるという状況では決してなくなっており、継続教育の必要性は明らかであった。

この時期の協会は、経費の節減に努める一方で、セミナー、講演会の充実、国際アナリスト資格試験の実施などに力を注いだ。これらはこうした背景から必然的に求められたものと言える。

セミナーについては、89年に開始された日米協会共同セミナーが嚆矢であったが、94年6月には当協会独自のセミナーとして新たにSAAJセミナーを開始した（両セミナーについては第V部で詳述）。これを皮切りに当協会主催のセミナーは年を追って増加した。日米協会共同セミナーについては海外から講師を迎える関係で、ある程度採算を度外視せざるを得なかったが、当協会独自のセミナーについては、個々のセミナーごとに収支相償うように参加費用を設定した。幸いセミナーの参加希望者は、多くの場合協会が計画段階で想定した数を上回っていたので、継続教育という所期の目的に加え、多少とも協会財政に寄与することとなった。

ちなみに、20世紀末に当たる平成11年度（99年4月から2000年3月）の事業報告書から、当該年度の各事業別の国内活動状況を見てみよう。

① 教育事業

- 証券アナリスト第1次試験の受験者は21,771名、うち合格者は9,887名（それぞれ3科目の延べ人数）
- 第2次試験の受験者は4,168名、うち合格者は1,567名
- 第1次レベルの通信教育講座の受講者は12,093名
- 第2次レベルの通信教育講座の受講者は4,007名

② 情報提供事業

- 会社説明会および工場等見学会（産業研究会企業分析部会）を東京で370回、大阪で95回、合計465回開催。
- 産業分析部会を5回、技術部会を1回開催（いずれも講演会）。
- 当協会主催の講演会を東京で8回、大阪で3回、名古屋で2回、合計13回開催。

③ 調査研究事業

- ディスクロージャー研究会；「リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」を実施。
- 企業会計研究会；証券アナリストの立場から国際会計基準委員会（International Accounting Standards Committee：IASC）の公表する公開草案等について検討し、その意見をIASC事務局に提出。当年度は公開草案E「農業」など4件について意見書を提出したほか、IASC理事会からの「IASC解釈指針委員会関連事項に関する質問書」および「投資不動産に関する質問書」に対する回答を行った。なお、国際会計基準の決定に向けての重要事項を審議するIASC理事会には、当協会からも常務理事がオブザーバーとして参加、当年度はワルシャワ、ベニス、アムステルダムおよびサンパウロで開催の理事会において企業会計研究会の研究成果を踏まえた種々の提言を行った。
- セミナー企画委員会；第6回SAAJセミナー「会計基準の国際化と企業評価」および第12回日米協会共同セミナー「信用リスク管理—新たな手法とその実際」を企画、開催。
- 投資パフォーマンス基準研究会；基準本文が99年6月に確定したのを受けて、基準草案に関する解説（98年8月公表）の見直しを実施（次章参照）。
- 規律委員会；職業行為基準の全面的見直しを実施（次章参照）。
- 証券分析理論の勉強会；大阪において「証券投資論の発展と株式評価技法の進化」をテーマに8回にわたり開催（講師は榊原茂樹神戸大学教

授)。

以上のような活動に加え、翌2000年9月には会員の継続学習の一環として日本ファイナンス学会との共同セミナー（「SAAJ—日本ファイナンス学会共同セミナー」）が開始された。その第1回は「企業評価の新たな視点—理論の新展開と実務における課題—」をテーマに開催され、参加者は234名（うち検定会員180名、2次合格者25名）であった。この共同セミナーは以後毎年1回継続して開催されている。

### **(5) 事務局スタッフの充実**

こうした活発な事業活動を支えて行くためには、事務局スタッフの充実が急務であった。安田専務理事を中心に各方面に働き掛け、従来から応援をいただいていた日本証券金融、日本開発銀行に加え日本興業銀行（後にみずほフィナンシャルグループ）などから出向等の形で人材の供給を受けることができたことは、この時期の当協会の運営にとって大変ありがたいことであった。ちなみに、99年8月時点の事務局の役職員数は外部からの出向者も含め36人。専務理事、常務理事、事務局長の下に、総務部門のほか三つの事業部門（教育・試験、調査研究・国際連絡、情報提供・広報）と大阪支部という組織構成であった。

事務所については第二証券会館6階の事務室と同別館3階の会議室を使用していたが、事業拡大に伴う役職員や資料等の増加によって非常に手狭になったため移転を計画していた。ちょうどそのころ東京証券取引所ビルで立会場の閉鎖に伴ってスペースに余裕ができたため、2000年9月にその5階および6階に移転した。

### **(6) 長引く証券不況の影響と中期ビジョンの策定**

2001年8月に加藤精一会長が退任、後任には金子昌資（日興証券会長兼社長）が就任した。金子会長は当協会検定会員であるほかCFA資格も保有しており、当協会会長としては初めて、日米の証券アナリスト資格を併せ持つ会長が誕生したことになる。同時に安田専務理事が退任し、後任には日銀出身の萩原清人が就任した。

ちょうどそのころ、長引く証券不況の影響が当協会の財政面や事業運営面にじわりとのしかかり始めていた。すなわち、会員数自体は検定会員を中心に順調に増加はしていたが、第1次レベル通信教育の受講者数が98年度の17,625



人をピークに02年度には10,440人まで急減、第1次試験の受験者数（3科目の延べ人数）も98年度の22,927人をピークに減少に転じ、01年度には2万人を割り込み、02年度には17,129人となった。証券会社の合併などの影響で法人会員数もピーク時（94年）の598社から02年末には381社まで減少した。これらによる受講料、受験料および法人年会費収入の減少に加え、金利低下による運用資産利回りの低下もあって、協会の収支状況は急速に悪化しつつあった。

協会の新しい執行体制は、こうした厳しい情勢が中・長期的にも続くという認識とともに、会員ニーズの多様化や間接金融から直接金融への移行などの大きな環境変化に対応することも急務となっていると考え、02年12月に、当協会にとっては初めてとなる「中期ビジョン」を策定した。「中期ビジョン」には、「縮小均衡ではなく拡大均衡を」という基本的な方針の下に、事業の再構築と事業運営の効率化、それらを通じての財政基盤の安定化を目指すさまざまな施策が盛り込まれた。

この「中期ビジョン」は、事務局として当面4年程度（03～06年度）の間に取り組むべき課題を取りまとめた内部指針として位置付けられた。すなわち、ビジョンそのものとしては特に理事会等に付議せずに、会長の了解の下で事務局が策定し、ビジョンに織り込まれた個別の事案について、それを具体化する段階で必要に応じて理事会等に付議する扱いとされた。以下に述べるような、この時期に実施されたさまざまな施策は、基本的にこの「中期ビジョン」の中に織り込まれた項目を具体的な形にしたものと言える。

## (7) 経費の削減努力と種々の収入確保策

「中期ビジョン」の下で、まず取り組んだのが業務の効率化と踏み込んだ経費の削減である。その一つがインターネット化の推進であり、会員と協会間のEメールシステムの構築、会社説明会開催案内の郵送からホームページ掲載への変更、会社説明会要旨の『証券アナリストジャーナル』別冊としての配布からホームページ掲載への変更などを行った。また、従来年3回発行していた『ニュース・レター』については、『証券アナリストジャーナル』の「協会だより」に統合することにより発行を取りやめた。外部に支払う各種費用の削減にも努め、通信テキストや『証券アナリストジャーナル』その他印刷物の印刷費・送付手数料の単価引き下げを実施した。

人件費の面でも人員配置の見直し、給与体系における能力重視の一段の徹底を行うかたわら、役職員の賞与削減、定例給与の削減も行った。給与面の改革

を行うに当たっては、人事考課制度を明確化し、従来スタッフ的な位置付けであった「事務局次長」を「部長」に改めて、部長が部員の一次考課を行うこととしたほか、事務局長が個別にフィードバックの面談を行うなど、公正な運用を確保するための仕組みづくりを行った。

これら一連の改革は、新任の萩原専務理事の下で強力に推進され、事務の効率化・合理化の面で大きな成果があった。同時に萩原が強調したのは、協会は「サービス業である」ということであり、電話の対応、対外的な文書の書き方から始めて、協会事業の企画に至るまであらゆる局面で「お客様を大事にする」姿勢を事務局スタッフに求めた。こうした萩原の基本的な考え方は徐々に事務局スタッフの間にも浸透していった。

一方、収入面でもさまざまな増収策を取った。例えば会社説明会については、従来ピーク時でも1日3社が限度であったが、企業のニーズに応えるかたちで1日4～5社開催として開催数の増加を実現、開催企業負担金も引き上げた。セミナー・講演会への参加資格について、従来、原則として個人会員および法人・賛助会員の役職員に限定していたが、より幅広い範囲に情報提供するとの観点から、参加料に会員との価格差を設けつつ、非会員にも参加を認めることとした。また、『証券アナリストジャーナル』に広告を掲載することとした。このほか、05年4月以降は、東京で開催される当協会主催の講演会について、従来は無料であったのを改め、会場費、資料代の一部として1,000円を参加者に負担してもらうこととした。ただし、地方在住の会員に対しては、首都圏在住会員との間のサービス格差を是正する狙いから、無料のままとした。

## (8) 証券アナリストの裾野拡大

こうしたいわば守りの対策に加えて、より前向きの施策として、証券アナリストの裾野拡大にも積極的に取り組んだ。当時の証券アナリストをめぐる環境を見ると、検定会員の担当業務が広範化するとともにその活動分野が一般の事業会社にも広がるなど、会員ニーズの多様化が一段と進展した。また、当協会教育プログラムの受験・受講者数が全体としては減少する中で、大学生や事業会社の社員など一般の参加者が増加傾向をたどり、そのウエートが高まっていた。

こうした状況に対処するため、まず大学および一般の事業会社に賛助会員の門戸を広く開放した（2001年12月理事会決定）。これは、社員や構成員（大学の学生等）に受講者（受講予定者を含む）がいる法人、団体、機関を賛助会員に受け入れて、割引受講料が適用できるようにすることによって、受講者の

増加と裾野拡大を図ろうというものであった。これに関連して、980校および上場企業4,800社を対象に、賛助会員入会および受講参加案内を送付し、相応の効果を収めた。また、03年度から、非会員上場企業、大学、マスコミ向けに幅広く配布する目的で、当協会のパンフレットを大量に作成（1年分で4,200部、従来は2年分で2,000部）した。

次に、CMA講座の前段階の教育手段として、新たに「証券アナリスト基礎講座」を設けることとした。これは現役大学生を含む一般の受講者が増える中で、初級コースである第1次レベルでもテキスト、試験ともにかなり難しいとの声が多く聞かれ、このことが新規受講や第1次試験受験をためらわせているという現実があったためである。そこで、協会として証券分析に関する初歩的な基礎知識習得のための新しい講座を開設し、これを通じて第1次レベル参加に二の足を踏む人、あるいは基礎知識不足から学習に苦勞している第1次レベル受講者を支援しようと考えた。このため、02年12月に、教育委員会傘下の専門委員会の一つとして「基礎教育委員会」（浅野幸弘委員長＜横浜国立大学教授＞）を設置し「基礎講座」の内容や運営について一元的に審議を行うこととした。委員会では講座運営に関する要綱を決定したほか、カリキュラムの策定、教材の作成などの準備を進め、04年度から「証券アナリスト基礎講座」がスタートした。同講座は、希望者は誰でも参加（有料）できるオープンな通信講座で、期間は半年間、講座終了後に修了試験を実施し、合格者には「修了証」が授与される。基礎講座は初年度から順調な立ち上がりを示し、受講者が多数に上り、かつ全国に広がったことから、年度途中で常時受付体制に変更するとともに、12月の第1回の修了試験についても、当初予定した東京、大阪の2会場での筆記試験に加え、それ以外の全国主要都市（30会場）においてコンピュータによる試験を実施した。

ちなみに初年度の受講者数は1,622名、修了試験の受験者は230名、うち合格者は155名（合格率67.4%）であった。

「証券アナリスト基礎講座」はその後も継続して開講されており、開講後6年を経過した11年4月には基礎講座テキストの全面的な見直しが行われた。この見直しでは、さらに幅広い層にファイナンスの理論や実務に慣れ親しむ機会を提供するために、より分かりやすく平易な解説に努めるとともに、新たに「外国証券投資」、「個人投資家の資産運用」、「確定拠出年金」、「投資信託への投資」の章を設けたほか、「デリバティブ」に関する記述を充実させた。

「証券アナリスト基礎講座」の12年3月末までの受講者は10,256人、修了試験合格者は3,317人となっている。この講座は女性の受講比率が3割強と高

いほか、立命館大学、関西学院大学、武蔵大学など幾つかの大学で講座テキストが教科書として使われており、また一部大手金融機関では営業担当者向けの社内教育プログラムとしても活用されている。

また、05年から新たな学習プログラムとして「証券アナリストの数量分析入門教室」を開設した。この講座は、主に第1次レベルにおける数量分析の最も基礎的な事項について理解を深めることを目指すものであり、日ごろ業務に多忙で数量分析を改めて学ぶ時間が確保できない個人会員や証券分析に必要な数学の学習機会を求めている通信教育講座受講者向けに設けられたものである。講師は若手のファイナンス研究者、3週間で合計12時間という集中プログラムによるフェース・トゥ・フェースの授業で、効率的に証券分析に必要な数量分析の基礎が学べる仕組みであり、予備知識に不安のある参加者に対しては、4時間の予備講座も設けられた。この講座は数学に対する苦手意識を持ちがちな通信教育講座受講者を中心に人気を呼び、当初東京のみであった開催地も06年からは大阪、07年からは名古屋に広がって、現在も継続して開催されている。ちなみに開催頻度は東京が年4回、大阪が年2回、名古屋が年1回となっている。

さらに、会員の裾野拡大策の一つとして、「検定会員候補者（Candidate for CMA：CCMA）」制度の創設が03年10月の理事会で承認された。この制度は、検定会員となることを目指して当協会の教育プログラムに参加した人のうち、第1次試験合格者および第2次試験合格者で、実務経験の要件を満たしていないため検定会員となれない人を対象に、希望に応じて当協会が「検定会員候補者」（略称「検定会員補」、英文呼称「CCMA」）として登録し、当協会の事業に関する情報を提供するほか、『証券アナリストジャーナル』の送付、当協会出版物およびセミナー・講演会参加料の会員価格適用等のサービスを行うというものである。この制度の直接の狙いは、CMA資格取得を目指す候補者に対して、その専門知識、能力の向上を支援することにあるが、同時に、①第1次試験合格の力量で十分足りる業務もあるので、第1次3科目合格者に協会が称号を付与し、これをオーソライズしてほしい、②こうした制度が社員の自己研さんの動機付けになるほか、業務遂行の面でも役立つ、といった要望が法人会員、賛助会員および受講者の一部から協会に寄せられていたという背景もあった。なお検定会員候補者であっても、証券分析や運用に関わる可能性がある以上、職業倫理は不可欠との考えから、登録申し込みにあたっては、当協会の「証券アナリスト職業行為基準講習（通信教育）」を受講し、修了認定を受けることを義務付けた。この制度は、04年4月から登録申し込みの受け付けを開始

したが、初年度末の制度参加者は「職業行為基準」講習受講中のものも含めて866名、うち登録者は587名であった。この制度による検定会員候補登録者は、制度の性質上順次入れ替わっていくが、2011年度末時点で1,177名となっている。

## 5. 職業行為基準の見直しと、その後のアナリスト批判への対応

### (1) 職業行為基準の見直し

規律委員会（北村一男委員長）は、1999年1月から「証券アナリスト職業行為基準」の全面的な見直し作業に入ることにした。同基準が制定されて以来ほぼ12年ぶりの全面的な見直しであった。この背景は、①近年の証券アナリストの職業行為の高度化、多様化に伴い現行規定では十分にカバーしきれない面が生じていること、②98年に各国証券アナリスト協会の国際組織であるICIA（International Council of Investment Associations：国際投資アナリスト協会協議会）が、ガイドラインとして国際倫理綱領・職業行為基準（International Code of Ethics and Standards of Professional Conduct）を制定したことに伴い、わが国においてもこれとの整合性を図ることが必要となったこと、および③当協会が99年6月に投資パフォーマンス基準を作成公表したことに伴い、これを職業行為基準に反映させる必要が出てきたことなどであった。

見直しのために設けられた「規律委員会小委員会」（北村一男委員長、学界から岩原紳作東京大学教授が特別委員として参加）は、99年2月から7回にわたる審議を踏まえて「証券アナリスト職業行為基準改正案」を取りまとめて規律委員会に提出した。規律委員会は翌2000年1月に会員にこれを公表し、コメントを求めたうえで、同年6月の定時会員総会に提案、総会の承認を得て即日実施された。

改正案の主な内容は次の通りである。

#### ① 適合性の原則に関する規定の明確化

従来の規定では「顧客または特定のポートフォリオの投資目的に最も適合する投資が行われるよう配慮すること」と簡単に規定されていたが、改正案では「顧客の財務状況、投資経験、投資目的を十分に確認すること。また、必要に応じてこれらの情報を更新すること」など、国際基準に合わせてより具体的に規定した。

## ② 不実表示の禁止

「投資パフォーマンス基準」を職業行為基準に反映させるため、「不実表示に係る禁止等」という項目を新たに設けた。その中では、会員が自己またはその所属する会社の運用の成果を提示するときは公正、正確かつ十分な提示が行われるよう合理的な努力をしなければならないという一般論を規定したうえで、「本協会の定める投資パフォーマンス基準のすべての必須基準に準拠しているときは、公正、正確かつ十分な提示が行われたものと認める」と規定した。

## ③ 受任者としての信任義務 (Fiduciary Duty)

信任義務とは、高度の専門知識・技術を有することで信頼を受けた受任者が、相手方に対して真に忠実に、かつ職業的専門家としての十分な注意をもって行動する義務であり、いわば証券アナリストの職業行為基準の根幹をなすものである。国際基準では信任義務について規定しているが、当協会の基準には、その考え方が反映されているとはいえ明示的には規定されていなかった。これを改めて「受任者としての信任義務」という項目を設け、その中で、(i)「会員は、証券分析業務を行うに当たっては、顧客その他信任関係にある者の最善の利益に資することのみに専念しなければならない」、(ii)「会員は、前項の業務を行う場合には、その時々具体的な状況の下で、専門家として尽くすべき注意、技能、配慮および勤勉さをもってその業務を遂行しなければならない」と規定した。

## ④ 利益相反の開示

国際基準に倣って「利益相反の開示」の項目を新設し、開示すべき事実や利益相反行為の禁止を規定した。

## ⑤ インサイダー取引規制に関する規定の強化

情報の一次受領者に限らず二次受領者も規制の対象に含めること、立ち聞きによる情報の入手のケースでも規制されること、当該発行者自身に関する情報だけでなくその子会社に関する情報も対象となること、などの改正が規定された。

なお、当協会では、職業行為基準の改正に伴って大幅な改訂を加えた『証券アナリスト職業行為基準実務ハンドブック (2000年版)』を2000年9月に刊行した。

## (2) 米国におけるアナリスト批判の高まり

2000年から01年にかけて米国で、また日本国内でも証券アナリストの職業倫理をめぐってさまざまな動きが出てきた。米国では2000年10月にSECが証券アナリストをはじめとする投資専門家と一般投資家とに公平に情報が提供されるようにすることを目指して、レギュレーションFD (Regulation Fair Disclosure) を施行した。翌01年の夏ごろから、米国では、投資家、マスメディア、議会、SECなどの間でセルサイドの証券アナリストのレポートに関してその独立性、客観性をめぐる批判が高まった。この主たる背景は、前年春までインターネット関連を中心に高騰した株価が急激に下落して、IPO銘柄に投資した投資家などが大きな損失を被り、これら銘柄に関するリサーチ・レポートが客観的に、また独立して作成されたのかという疑念が高まったことにあった。一連の議論の中で問題点として指摘されたのは、

- ① 投資銀行業務への配慮のためにリサーチがゆがめられている
- ② 売り推奨が極端に少ない
- ③ 株価レーティングの定義があいまいである
- ④ 特にIPO銘柄に関して、アナリストが自ら分析対象としている企業へ個人的投資を行っている
- ⑤ アナリストがその投資推奨に反する投資行動を行っている
- ⑥ 利益相反の開示が不十分である

などであった。

こうした批判に対応して、関連業界団体や証券会社も自主的ガイドラインや社内規則の制定などの措置を取り、同年夏には事態はいったん落ち着いたかに見えた。しかし秋以降、大手電力会社エンロンの破綻をきっかけに、再びアナリストの利益相反問題が議論の対象となった。なぜ証券アナリストがエンロンの財務の悪化を見抜けなかったのかという疑問とともに、アナリストの所属する証券会社がエンロンに対する投資銀行業務を提供しており、この関係が株価レーティングにも影響したのではないかといった点が問題となった。エンロン事件は、コーポレートガバナンスや、監査法人、格付機関などの問題点をクローズアップさせたが、証券アナリストについても、その役割を改めて見直すという機運を高めたという点で大きな意味を持つ事件であった。

こうした一連の出来事や議論を背景に、全米証券業協会 (NASD) およびニューヨーク証券取引所 (NYSE) は02年2月に、リサーチアナリストおよびリサーチ・レポートに関わるレギュレーション案を発表、SECは5月にこれを承認した。レギュレーションの主要な内容は次の通りである。

- リサーチ部門の職員を投資銀行部門の管理または統制下に置くことの禁止および投資銀行部門によるリサーチ・レポートの事前チェックの禁止。
- アナリストの報酬を投資銀行部門の特定の取引に連動させることの禁止。
- 証券会社およびアナリストに対し、調査対象会社との投資銀行業務に関わる取引につき一定の開示義務を規定。
- アナリストが、担当業種の会社の IPO 前にその証券を購入することを禁止。
- アナリストが、リサーチ・レポートの発表前後の一定期間に対象会社の発行証券を取引することを原則禁止。
- 証券会社は、自社の全投資推奨証券につき、買い・売り・保持の割合を開示するとともに、それぞれにつき投資部門の顧客である会社の割合を開示することを義務付け。

### (3) 規律委員会の対応

米国とわが国とでは状況が異なるとはいえ、日本においても証券アナリストの存在が大きくなり、その役割に対する認識が深まるにつれて、証券アナリストの職業行為に対して規制当局やマスメディアの注目も高まってきた。その中にはアナリストに対する批判的な論調も見られるようになってきた。

こうした状況に対して当協会の規律委員会（北村一男委員長）は、担当の天野常務理事と共に、迅速に対応した。すなわち、2001年8月に「証券アナリストの独立性・客観性をめぐる最近の動向について」を議題に委員会を開催、そこでは資本市場のグローバル化に伴い、世界の資本市場が同質性を高めつつあることを考えると、米国の動きを対岸の火事と見ることはできないとの問題意識を持って、今後の証券アナリストの職業倫理のあり方について検討を行うこととした。

同委員会はまず手始めに、会員の業務の実態や業務をめぐる環境についてより深く把握するため、個人会員に対するアンケート調査を行うとともに、主な証券会社、運用会社、事業会社などからのヒアリングを行った。この結果を参考にしながら検討を進め、02年1月に「証券アナリストの職業倫理を高めるために（案）」を公表した。

この文書の中の「個人会員へのメッセージ」では、最初に調査レポートの正確性、客観性および公平性の確保という項目を設け、次のような点を指摘している。



まず基本的な前提として、「分析の基礎となるデータが正確であり、その出所も明確でなければならない。さらに分析の方法が合理的であり、また結論に至る過程の論理が明晰でなければならない」（ちなみに、前年夏、数値に誤りのあるアナリスト・レポート〈作成者は当協会の会員ではなかった〉を投資家に配布した証券会社に対して、金融庁による行政処分が行われるというショッキングな事件があった）、「レポートの作成に当たっては、自らに何らかのバイアスがないか、発行会社や社内の他部門との関係で影響を受けていることがないかを十分に内省する必要がある。また、アナリストは発行会社に係る情報にできるだけ深い分析を加え、質の高いレポートの作成を目指すべきである」。

次に株価レーティングに関する問題として、「発行会社への配慮から、本来売りレーティングをつけるべきであるのに保持のレーティングとすることで売り推奨が少なくなるようなことがあってはならない。株価レーティングについては継続的なフォローが必要であり、レーティングの変更についての情報伝達には公平性の観点から細心の注意が必要である」と指摘した。

投資銀行業務との関係では、「会員が調査部門に在籍したまま投資銀行部門の業務に関与する場合は、その関与が証券分析業務の独立性・客観性に影響を与えないよう十分な注意をしなければならない。調査部門の証券アナリストの評価は市場すなわち投資家によってなされるべきであるという原則を改めて確認することが望まれる。近年、アナリストが企業調査の過程で、経営トップなど発行会社の幹部とコミュニケーションを行う機会が増大しているが、発行会社との間には常に良い意味での緊張関係がなければならず、いやしくも癒着と見られるようなことのないように十分注意しなければならない」とした。

また、証券アナリストの個人的投資に関しては、伝統的にわが国の多くの証券会社は役職員の証券投資に対して厳しい考え方を取ってきており、証券アナリストについても担当証券への個人的投資を認めないとの社内ルールを定めているところが多い一方、米国では、従来は担当の証券に対しても投資する権利は認められるべきであるとの考え方が強かったという基本認識を示したうえで、規律委員会としての見解を次のように述べた。すなわち、「証券分析業務の客観性・公正性に関する投資家の信頼を確保するという観点からすると、顧客に対し投資推奨等の業務に従事する会員が担当証券への個人的投資を行うことは、原則として望ましくない。しかし一方で、担当銘柄に対する投資の禁止は、証券アナリストの財産形成に関する過剰な制限であるという意見が米国ではまだ根強く残っており、わが国でも一部にそのような考えに同調する意見があることも事実である。それらを総合的に考慮した結果、規律委員会としては、

以下のような方向で職業行為基準の一部を改正することが適当と考える。

- ① 証券分析業務のうち顧客に対する投資推奨等に従事する会員は原則として担当する証券の実質的保有をすべきでない旨を規定し、基本的な考え方を示す。
- ② ただし、証券分析業務の客観性・公平性を阻害しないと合理的に判断される形で実質的保有が行われる場合は①の適用はないこととする。
- ③ ②の規定により会員が担当証券の実質的保有を行う場合は、保有の事実を開示することとする。

どのような条件を充たせば客観性・公平性が損なわれないかについて、当委員会としては①短期の売買を目的としないこと、②投資推奨の方向と整合性があることが必要と考える。」

一方、法人会員に対する要望については、「従来の職業行為基準では法人会員が基準を尊重し、構成員である会員が職業行為基準などに違反することのないよう必要な指導を行うよう求めているが、当委員会としては、この一部を改正し、法人会員は現行職業行為基準による指導に加え、「個人会員による証券分析業務の独立性および客観性が確保されるよう努めねばならない」との趣旨を規定することが適当と考える」とした。これに関連して、「日本証券業協会が、アナリスト・レポートに係る社内審査、情報の管理、証券アナリストの独立性の確保および証券アナリスト等の証券取引に関して、証券会社の遵守すべき事項を理事会決議として採択したことを高く評価する」と述べている。

最後に、会員の職業倫理を高めるための体制の整備については、当協会が進めるべき体制整備のための措置として次の4点を挙げた。

- ① 当協会の事業、証券アナリストの業務に関する外部からの意見・提言の受付体制の整備（当協会ホームページの活用）。
- ② 規律委員会の審査体制の合理化と職業倫理上問題があった事例につき注意を行う制度の導入（規律委員会規則の改正）。
- ③ 『証券アナリストジャーナル』における職業倫理に関する常設コーナーの新設。
- ④ 『証券アナリスト職業行為基準ハンドブック』に最近内外で問題になった事例を含め、ケーススタディの事例を充実する。

規律委員会は、この文書を当協会ホームページおよび『証券アナリストジャーナル』に掲載して会員等からのコメントを求めたうえで、02年4月に正式に理事会の承認を得、会員に対して冊子として配布した。

#### (4) 職業行為基準の改正等

上記の文書「証券アナリストの職業倫理を高めるために」の中で提示された証券アナリスト職業行為基準の改正案も、理事会決定の後、2002年6月の定時総会で承認された。上記文書と一部重複するが、ここで改正内容を改めてまとめてみると、次の通りである。

- ① 法人会員が、その法人に所属する個人会員による証券分析業務の独立性および客観性が確保されるよう努めるべき旨を規定。
- ② 投資推奨等に従事する会員は、原則として担当する証券の実質的保有を行ってはならない旨を規定。
- ③ 投資推奨等の業務に従事する会員、すなわちセルサイドの会員および投資管理業務に従事する会員、すなわちバイサイドの会員それぞれにつき、フロントランニング的行為を行ってはならない旨を明示的に規定。
- ④ 会員が、証券の発行会社の未公開の重要な情報を入手した場合、その情報が公表されることが適当と判断されるときは、発行会社に公表を働き掛けるように努めるべきである旨規定。

規律委員会規則の変更については、02年4月の理事会で決定された。主たる変更点は第一に、職業行為基準違反の疑いのある事例が発生した場合、規律委員会の対応を迅速かつ効率的に行うため、正式の審査に先立ち事前審査の制度を設けたこと、第二に、定款に定める懲戒事由には該当しないが職業倫理に照らし問題がある事案については、規律委員長名で口頭または文書による注意を行う制度を導入したこと、であった。

さらに、規律委員会では同年9月、「証券アナリストが担当会社の発信情報に登場することについての考え方」を発表した。証券アナリストへの社会的認知が高まるのに伴い、証券アナリストが担当会社の発信情報に登場を求められる事例が生じてきているが、この場合職業倫理の観点から要請に応じてよいかどうか、アナリストが判断に迷うことが少なくないため、規律委員会において、こうした事態への対応のあり方について議論を行い、考え方を取りまとめたものである。

#### (5) フェア・ディスクロージャーをめぐる動き

前述の通り、米国では2000年10月にSECが企業情報の選択的開示を規制するための規則（レギュレーションFD）を制定した。これは米企業の役員やIR担当者が、アナリストや機関投資家等に未公表の重要な情報を選別的に開示することを禁止したものである。すなわち意識して未公表の重要情報を公開

しようとするときは、特定の者に選別的開示を行ってはならず、広く一般に公表しなければならないとし、また意図せず未公表の重要情報を選別的に開示してしまったときは、直ちに一般公開しなければならないとされた。

これを受けて、わが国においてもこの問題に関する関心が高まり、多くの関係者により議論が行われるとともに、一部企業の間では IR 体制の見直しを行う動きも見られるようになった。当協会のディスクロージャー研究会（松島憲之座長）では、証券アナリストの立場からこの問題について検討を行い、その結果を 01 年 4 月に「企業情報の選択的開示についての考え方」という提言の形で公表した。

提言の中では、総論部分で「一般投資家とプロフェッショナルとの情報格差を縮小するため、情報開示の公平性・公正性を図るというレギュレーション FD の基本理念は高く評価すべき」とする一方で、「これがために企業が情報開示に慎重になり、提供される情報が減少する結果になるのではないかとの懸念もある」と指摘。「今回の FD 制定を機に、わが国でも IR のあり方について関係者の間で議論が深められ、より公平かつ公正な情報開示を進める方向で改善が行われることが望ましい」とし、今後の IR のあり方の見直しに当たっての企業に対する要望として次の 4 点を挙げた。

#### ① 基本的要望

見直しに当たっては、現在提供されている情報の質と量を全体として維持・充実する方向で進めていただきたい。一般投資家と証券アナリストの衡平を図るためにその提供を取りやめるといえば縮小均衡の方向ではなく、これを一般投資家にも提供することにより情報提供の公平性、公正性を図るという拡大均衡の方向で進めてほしい。選択的情報開示を回避するという点を強調するあまり、結果的に証券アナリストに対して提供される情報の質・量が後退することになれば、それはアナリスト・レポートなどを通じて投資家に提供される情報の質や量が低下することにつながり、むしろ資本市場にとってマイナスとなることが懸念される。

#### ② 証券アナリストとのミーティングや工場見学について

説明会等は常に証券アナリストと報道関係者合同で行い、証券アナリストのみのミーティングは行わないというのは、効率的な情報提供の観点から必ずしも適切とは言い難い。証券アナリストは、企業分析の専門家として一般にはあまり興味を持たれない、あるいは細部にわたる数字なども分析上必要とすることが多い。合同の会合があってもよいが、アナリストだけとのミーティングは行わないとするようなことのないようにしていただ

きたい。

併せて、アナリストと経営者とのミーティングやインタビュー、IR担当者への取材訪問、工場等の企業施設見学についても選択的開示を排除するという理由でこれらの機会が縮小されることのないよう要望したい。わが国でも近年、企業の経営トップがIR活動の前面に立たれる機会が増大しつつあり、選択的開示の回避という理由によってこのような好ましい動きが後退しないよう要望したい。

### ③ その他の情報提供について

期中の売上や受注に関する情報、あるいは記者発表等の諸情報のE-mail、ファクシミリ等による証券アナリストへの提供については今後も続けていくよう要望したい。これらについても一般投資家がアクセスできるようにするため、インターネットをより利用するような方向に進むとすればそれは望ましいことと考えられる。

### ④ 内部者取引規制との関係について

未公表の重要事実については、企業がしかるべき手続き（通常は東証のTDネットへの登録および記者発表）を経た後に、証券アナリストに情報提供することとされるのは当然と考える。証券アナリストが企業に要望したいのは、早耳情報として証券アナリストに重要事実を伝えることではなく、企業によるしかるべき手続き後のフォローアップとしての追加・補足説明、関連資料の提供を十分に行っていただきたいということである。

提言は、以上四つの要望を掲げた後、次のような言葉で締めくくっている。

「当研究会は、今後、一般投資家への情報提供を含め資本市場に対する企業による情報提供が充実するにつれ、情報の意味を深く分析・理解し、企業価値を正しく判断することのできる証券アナリストの専門家としての能力が、今まで以上に問われるようになると自覚している。証券アナリストとしては、その知識・経験をさらに磨き、また高い職業倫理を持って、投資家の方々に信頼され、また役に立つ存在となるよう努力していきたい。」

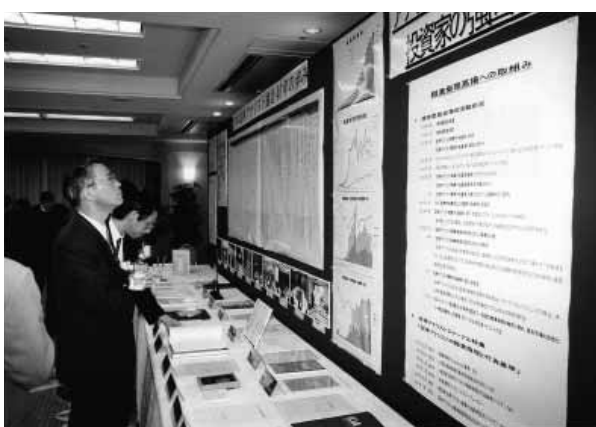
## (6) 40周年を迎えての会長メッセージ

上記のように、アナリストの職業倫理に関する関心が高まり、それに対応して当協会の規律委員会やディスクロージャー委員会などが活発に意見を発信するという状況の中で、当協会は2002年10月に創立40周年を迎えた。金子会長は40周年記念大会と位置付けられた第17回の証券アナリスト大会に、「高

## ■ 第17回日本証券アナリスト大会



挨拶する金子会長



40周年記念展示

度の職業倫理の維持に努め、資本市場の活性化に一層の貢献を」と題するメッセージを寄せた。この中で会長は、「米国では昨年以来の証券アナリスト批判によってリサーチ・アナリストに対する信頼は大きな影響を受けており、リサーチ・アナリストという専門職業がかつてのような評価を取り戻すためには今後大変な努力が必要になっている」「わが国の資本市場関係者は、米国における事態を対岸の火事として見るべきでない」と指摘、「証券アナリストが、投資家に対する投資情報の提供、投資推奨、また投資管理を通じて、資本市場の活性化、ひいてはわが国経済の再生に寄与するためにも、職業倫理を実践し社会の信頼を確保していくことは最優先の課題と考える」と述べ、「40周年という記念すべき機会に、個人会員の皆様が改めて職業倫理の維持・向上に思いを致し、また個人会員が所属する会社においても、個人会員が独立性と客観性を持って証券分析業務に従事できるようにするための環境整備に一層注力されることを切に望む」と結んでいる。

なお、この第17回証券アナリスト大会の会場には、当協会の40年の歩みを示す年表や会員数、教育プログラムの受講者数などの推移のグラフ、過去の出版物などの資料が展示された。



# 1. ICC を通じた国際協力活動

## (1) ICC の発足と日本の参加

ここで、少し時代を遡って、当協会の国際的な活動についてまとめて振り返ってみよう。

海外のアナリストとの交流については、当協会発足当初から、毎年開催される全米証券アナリスト大会および18カ月ごとに開催される欧州証券アナリスト大会への参加や、訪日する海外アナリストを迎えての当協会主催の講演会開催などの形で行われてきたが、1970年代に入って各国の協会が協調して証券アナリストをめぐるさまざまな問題に対処していこうという機運が出てきた。そのための枠組みの一つが国際調整委員会（International Coordinating Committee of Financial Analyst's Associations：ICC）である。

72年の全米証券アナリスト大会の時から、大会が始まる前日に、各国証券アナリスト協会の代表が集まって意見交換をする機会が設けられた。翌73年のワシントン大会の際の会合で話題となったのがICCの設立構想であった。構想は米国と欧州の証券アナリスト協会連合会（FAFおよびEFFAS）から出たもので、その背景には、証券投資の国際化に伴って、各国の会計制度など国際的な調整を要する問題が現れてきたという事情があった。こうした問題に対してアナリストの立場からも意見を出すべきであり、そのための意見交換の場を設けようというのが提案の趣旨である。具体的には、米国、欧州それぞれで開かれる証券アナリスト大会の機会を利用して、各協会の代表が集まり、意見を交換し、必要とあればICCの名において証券アナリストの立場からの提言を行おうというもので、欧州と米国の両連合会は既にその設置の方針を正式に決めているので、日本もぜひ参加してほしいとのことであった。

74年4月、ロスアンゼルスで行われた全米証券アナリスト大会の際の会合で、ICCが正式に発足した。その設立決議によると、ICCの目的は「証券分析およびこれに関連する分野における国際間の協議、協力を促進するための共通の恒久的な広場を設け、必要とあれば意見の調整、共同見解の決定を行う」というもので、「共通の関心分野について協議し、意見や資料の交換を促進し、また必要に応じて加盟協会間の方針の調整も行う」こととしていた。ICCの協議、調整対象としては次の項目が列挙されていた。

- ① 証券市場の規制と自由化および発展に関する事項
- ② 企業情報および報告方法に関する事項
- ③ 分析技術、会計処理慣行および規準の統一調整に関する事項



- ④ 証券アナリストの教育、訓練に関する事項
- ⑤ 職業倫理に関する事項
- ⑥ 関連分野における国際的な職業団体および公的機関との連絡に関する事項

第1回 ICC の正式メンバーは、FAF、EFFAS およびブラジル、オーストラリア、南アフリカの各証券アナリスト協会であり、当協会はオブザーバーとしての参加であった。席上で当協会に対して特に強く入会の要請があり、これを受けて訪米代表団帰国後の6月、当協会理事会においてICCへの加入を正式に決定した。

74年10月パリで開催された欧州証券アナリスト大会の際に開催された第2回のICCには、当協会は初めて正式メンバーとして参加することとなり、白木小一郎会長らが出席した。

この時の会議を含めて、初期のICCでは米国側と欧州側の間に行政当局への折衝や運動の進め方のテンポについて意見の食い違いも見られた。米国側は、「他国企業の調査をするに際して、国によって会計基準、会社法、証券行政のあり方などが異なり、米国流の基準による突っ込んだ調査がしにくいという現状を改善することが各国のアナリストにとっても望ましい。そのためにICCにおいて相互に連絡を取りながら各国の行政当局に働き掛けて世界的な基準による会社法、会計基準等の整合化を図ろう」という姿勢であった。欧州側は、「米国側の趣旨はよく理解できるが、欧州企業は伝統的に閉鎖的で情報公開に消極的であることに加え、それぞれの国々に特殊事情があり、また各協会は大方は小規模で米国のFAFのように大組織と強力な資金力を背景とする積極的な活動についていけない」といった事情があって、「米国流の性急なやり方ではかえって事態の進捗が遅れる」という意見も強かった。

当協会がICCに正式加盟するに際しては、米国としては日本を自分のペースに巻き込んで欧州側の抵抗を和らげたいとの思惑があり、一方欧州側は、日本を自分たちの側に引き込んで、米国の速いペースによる事の運び方を抑制する一翼を担ってもらいたいとの意向があったようである。当協会としては、両者の間で微妙な立場に立たされたわけであるが、「ICCという場を通じて、各国の会計基準や会社法などの世界的な整合性を進めることや、各国の証券アナリストの相互交流をすることは望ましいことであり、今後のアナリスト活動の発展のために日本も大いに協力すべき」との考えであり、具体的な進め方をめぐる米欧間の食い違いについては、「率直な話し合いを重ねることで相互の理解を深めていくことが大切」との姿勢で対応した。

事実 ICC は、会合を重ねるごとに参加者間の連帯意識も生まれ、また投資の国際化が進むにつれて足並みをそろえる必要のある具体的な問題が出てきたこともあって、初期のような米国と欧州とのぎくしゃくとした関係は和らいできた。

76年5月英国ブライトンで開催された第4回 ICC 会議では、ICC の下部機関として会計問題小委員会（Accounting Sub-Committee）を設けることが提案された。会計基準に関して国際的な検討を行う機関としては、既に会計士によって国際会計基準委員会（IASC）が設置（1973年6月、ロンドン）されていたが、証券アナリスト側にもこうした機関が必要と考えられたのである。ただ、現実に証券アナリストが会計問題について国際的な作業を行うには幾つかの困難があった。国によって個々のトピックスについての関心の度合いや優先度が異なっていることに加え、この種の作業に協力する証券アナリストの負担が非常に大きくなることも問題であった。このため会計問題小委員会のあり方としては、IASC が発表する国際会計基準の草案に対して、証券アナリストの立場での意見を集約するのが現実的という意見が強かった。

77年5月モンリオールでの ICC 会議では、小委員会の設立によるこの問題への取り組みというアプローチはアイデアとしては良いが、人的、時間的な制約を考えると野心的に過ぎるという意見が大勢を占めた。そこで、せっかく盛り上がった国際協力の動きを消さずに現実問題と妥協するにはどうすべきかについて討議が行われた結果、当面次のような方針で臨むことが合意された。

- ① EFFAS の事務局が2～3名のアナリストを IASC の公開草案に対する ICC 内の協力促進のために任命し、この人たちを中心に各公開草案について可能な範囲でコメントないし意見書を作成し ICC の各メンバーに配布する。
- ② 各メンバー協会はこれを参考にして、おのおのの立場から検討し、意見をまとめた場合は ICC 事務局に送付する。これは各メンバーにもフィードバックされる。
- ③ 将来は ICC 内に会計問題に関する小委員会を設置する。

なお、日本はこの時の会議において、当協会内に企業会計委員会（飯野利夫委員長）を設立（77年3月）したことを報告し、各国から評価された（企業会計委員会設置の経緯等については後述）。

79年5月、ICC 発足後5年の節目にサンフランシスコで開かれた ICC 会議では、この際 ICC の役割を再確認したいとの意見に基づき討議の結果、次の点が確認された。

- ① ICC 代表として、EFFAS および FAF は各 3 名、その他各国協会は各 2 名を指名すること（日本からは白木会長および吉野専務理事を指名）。
- ② ICC の会合において、これらの代表者には個人的な権限はなく、その選出母体の意向を反映させなければならない。
- ③ 代表者は国内的な事柄に対してではなく、国際的な事柄について責任を負う。

ICC では、会計問題のほか、各国協会の組織、現況に関する情報交換や証券アナリストの規制、職業行為基準についての考え方など、さまざまな問題が同業者仲間のアットホームな雰囲気の中で議論された。こうした ICC の活性化は欧州のダマント（David C. Damant）英国協会理事、ボー（Gilberte Beaux）フランス協会理事の積極的な働きによるところが大きかった。

## (2) 企業会計委員会の設置

当協会に会計問題に関する専門委員会である企業会計委員会を設けることになったきっかけは、1976 年の ICC ブライトン会議での議論を受けて、ICC から当協会に対して次のような依頼が寄せられたことであった。

「1977 年 5 月、モントリオールで開催予定の ICC 会議で、会計基準の国際的統一を検討するための下部機関として“会計問題小委員会”の設置を決めたいので、小委員会の運営方法などについて検討してほしい。」

当協会としては、証券アナリストこそ企業の会計報告の主な利用者であり、会計に関する基準について意見を述べるべき立場にあると考え、ICC の国際会計基準問題に対する取り組みに積極的に参画することとした。そのため、これらの問題を討議し、意見を集約する機関として、企業会計委員会を設置することを決定したのである。

委員会は、わが国の公認会計士協会の国際基準協議会のメンバーであり、当協会の会計学セミナーの講師でもあった飯野利夫中央大学教授を委員長に、証券投資の実務家で構成されることとなった。この委員会では、ICC との連携による国際会計基準への関与だけでなく、国内の問題すなわち企業会計審議会で審議される会計上の諸問題についてもアナリストの立場から意見を述べるなど、積極的に役割を果たすことが期待された。

77 年 3 月に設置された企業会計委員会は、同年 7 月に国際会計基準公開草案第 9 号「基礎研究費および開発費の会計（案）」についての意見、要望を取りまとめ、日本公認会計士協会を通じて国際会計基準委員会（IASC）に提出したのを皮切りに、国際会計基準公開草案が発表される都度、意見、要望を取

りまとめ提出した。

### (3) ICC 組織再構築への動き

前述の通り、ICC は各国アナリスト協会間の協議の場として 1974 年に設立、年 2 回の会議を重ねてきたが、この間アナリストの業務の国際的拡大と相まって、ICC 自身の組織強化が折に触れ検討されてきた。すなわち、1986 年 10 月フィレンツェで開かれた ICC 会議で、欧州 (EFFAS) 代表から ICC をよりフォーマルな国際組織として再構築すべしとの提唱があり、これを受けて米国 (ICFA) のヴォーター (Paul E. Vawter, Jr.) が具体案を作成し、1987 年 9 月台北で開かれた ASAC (アジア証券アナリスト協議会) および ICC 会議で討議された。しかし、この米国案は、ICC に理事会を設け、その理事数を限定し、議決権も定める等極めて厳格な組織改革案であり、その前提として ASAC も連合体 (Federation) になっておらねばならないものであった。そのため、未だ固有の事務局すら持っていない ASAC の現状からは時期尚早であり、賛成できないとの意見が ASAC の大勢を占め、見送られることとなった。

その後、EFFAS のダマントがより緩やかな形の修正案を作成、1988 年 9 月のジュネーブ会議、1989 年 5 月のモントリオール会議での審議を経て、次のように骨格が固まった。

- ① ICC のメンバーはそれぞれ Delegate を出す (ICFA、EFFAS は各 3 名、ASAC は 8 フルメンバー協会より各 1 名)。
- ② 米・欧・亜の三大地域の Delegate の中から 1 人ずつ Co-chairman を選出する (89 年 9 月からスタートし、任期 2 年。ASAC からは、由良日本協会専務理事)。
- ③ ICC の存在を広く PR するため Brochure を発行する。

この結果、ASAC はこれまで通り、各メンバー協会が個々に ICC に参加する形が踏襲された。

1990 年 5 月に米国が FAF (全米証券アナリスト協会連合会) と ICFA (公認証券アナリスト協会) を統合し、AIMR (Association of Investment Management and Research) というより強大な組織に衣替えしたのを契機に、同年 6 月ストックホルムで開かれた ICC 会議において、改めて ICC の組織強化が話題となり、ASAC が Federation になることができないか、再度米・欧側より打診があった。その背景となる事情および米・欧側の考え方は、おおむね次のようなものであり、その意図するところに微妙な差がうかがわれた。

- ① 近年における資本市場の急速なグローバル化に伴い、アナリストの活動

領域も国際的に拡大しているが、これに対応してアナリストの Profession を世界的に確立していくために、各国アナリスト協会間の協力を一層緊密にすべきである。その協力の場としての ICC も、将来的には、共同綱領、共通ディシプリンを持つ世界協会的なより強固な組織にしていく必要がある。その場合、三大地域組織の一つである ASAC が個々に ICC のメンバーになっているのは、組織としていかにも不完全であり、早く連合体を作り、域内の意見・行動を統一してほしい。

以上の考え方は、特に米 (AIMR) 側に強い。

- ② 北米 (米国・カナダ) は本年から FAF と ICFA が統合して AIMR となり、一層抜き出で強固な連合体組織となった。一方、欧州 (EFFAS) もこれから EC 統合の流れに沿って、組織強化を図る方向にある。これに対して、ASAC は連合体でないために、他の二大組織に比べ、組織力が著しく弱い。ICC が世界組織としてうまく機能していくためには、三大地域間のアンバランスを極力少なくし、どこか一つの地域が常にリーダーシップを握るといったことがないよう、均衡の取れたものとするのが大切であり、そのために ASAC が早く連合体としてまとまってほしい。

以上は、主として欧州 (EFFAS) 側に強い考え方である。

これに対して、席上、日本協会 (由良専務理事) からは、「来る 12 月のバンコクでの ASAC 会議で事務局設置の問題が具体的に検討される予定であり、もしこれが本決まりとなれば、Federation に向けての重要なステップとなるであろう。しかし、事務局設置即 Federation ではなく、完全な意味での Federation になるには、さらに年月を要すると思われるので、忍耐を持って今後の成り行きを見守ってほしい」旨述べた。この発言に対する米・欧側の反応は、「大変心強いニュースであり、バンコクでの ASAC 会議で是非前向きの結論が出て、ASAC の Federation 化がスピードアップされることを望む」というものであった。(ASAC の連合体 <ASAF> への改組—1995 年 10 月のオーストラランド会議で正式採択—については後述する。)

#### (4) ICC ストラテジック・プランの策定

90 年 12 月の ICC バンコク会議において AIMR のヴォーガン (Eugene H. Vaughan, Jr.) 会長から、ICC の活動に明確な将来像と展望を与えるため、ICC の共同議長が共同して ICC の今後の活動方針を作してほしいとの提案があった。これを受けて、北米地域を代表する ICC 共同議長のベイストン (Darwin

M. Bayston) AIMR 理事長が他の 2 人の共同議長であるダマント (欧州地域代表) および由良当協会専務理事 (アジア・オセアニア地域代表) の意見を踏まえて、「ICC ストラテジック・プラン」を策定し、91 年 5 月の ICC セントルイス会議に付議して了承を受けた。

同プランの内容は以下の通りであった。

① ICC 組織の強化

世界における投資プロフェッション発展のイニシアチブを取るために ICC は国際連合体として組織されるべきである (いわゆる世界連合構想)。これに関して ASAC (アジア証券アナリスト協議会) が連合体として組織されることを切望し奨励する (ASAC の連合体への組織変更および「世界連合構想」については後述する)。

② 教育および資格

ICC は世界における投資決定プロセスの改善を目指して努力すべきである。今後の ICC の活動プランとして、①タスクフォースを設置し、ICC 加盟各協会の教育・資格プログラムを比較・検討する、②その研究結果に基づき、証券分析およびポートフォリオ・マネジメントについて世界共通の理論・実務の発展を奨励する。

③ 倫理および職業行為基準

ICC は、各国の文化的相違を認識しながらも、高レベルの倫理・職業行為基準の各国における確立を奨励する。その目的のために、タスクフォースを設置し、ICC 加盟各協会における倫理・職業プログラムを比較、検討する。

④ 他の組織との連携

ICC は、他の国際的な組織との連携によって投資プロフェッションの地位・影響力を強化すべきであり、その一環として① IASC (国際会計基準委員会) の活動を奨励しサポートするほか、② IOSCO (International Organization of Securities Commission : 国際証券監督者機構) のような組織との関係を確立する。

## (5) 国際職業行為基準の策定

ストラテジック・プランの中で目標の一つとして掲げられた「各国における高レベルの倫理・職業行為基準の確立」については、1992 年 5 月の ICC 会議において、その実現に向けてタスクフォースを設置することが決定された。タスクフォースは、まず各国協会の倫理・職業行為基準の比較・検討作業に着手

した。94年9月のICC会議では、AIMRのキャッシーズ（Michael S. Caccese）より世界各国協会の職業行為基準の比較資料が提出され、その後キャッシーズを中心に米国、欧州、アジアの各協会から2～3名の代表が出て、国際基準の策定に向けて共同作業を行うことが提案された（当協会の由良顧問も代表の一人）。この共同作業を踏まえて、第1次、第2次の草案が各地区協会に提示され、各国協会からの修正意見も取り入れて、98年のICIA（97年よりICCが名称変更）ブリュッセル会議で「国際倫理綱領・職業行為基準（International Code of Ethics and Standards of Professional Conduct）」として正式に採択された。この基準は、ICC-ICIAの長い歴史の中で唯一共同の立場で作った基準と言えるものであった。（なお、当協会の職業行為基準については、2000年6月に大幅な改定が行われたが、その一つの理由として、この国際基準との整合性を図ることがあったことは前述の通り。）

## 2. 米国協会との連携

### (1) 日米協会共同セミナーの開始

1980年代後半、上記のようなICCを通じた国際協力活動に加えて当協会と米国をはじめとする他国の協会との関係が新たな展開を見せることとなった。その最初の事例が、89年6月の日米協会共同セミナーの開始であった。

これに先立つ85年、米国ICFAのモーレイ（Alfred C. Morley）理事長が、CFAプログラムをアジアにも広める目的で日本、インド、シンガポールを歴訪した。この時の訪問は、後にインド協会の設立などの形で実を結ぶことになるが、当協会にとっても、お互いの協力関係強化へのきっかけとなる重要なものであった。

2年後の87年5月、当協会の由良専務理事はフィラデルフィアでの全米証券アナリスト大会に参加した後、初めてシャーロットビルのICFA本部を訪問し、モーレイ理事長ほかの幹部と両協会の協力の可能性やあり方について話し合った。その時の話し合いでは、まず手始めに両協会が共催する

■ 日米協会共同セミナー



講義



ケーススタディ

セミナーを計画することとなった。

このセミナーは、両協会が共同して最新の証券投資理論とその応用に関するハイレベルの国際セミナーを日本で開催しようというもので、日本側では88年9月に「日米協会共同セミナー実行委員会」(安田於菟彦委員長<日興リサーチセンター投資分析部長>)を立ち上げ、米国側と折衝を重ねながらプログラムの構成や講師の選定など準備を進めた。

こうして89年6月、第1回の日米協会共同セミナーが、「先物／オプションとポートフォリオ管理」というテーマで、御殿場の経団連ゲストハウスにおいて開催された。講義は6月15日(木)朝から17日(土)の正午までの2日半にわたって行われ、特に16日夜行われたケーススタディは深夜0時近くに及ぶほどであった。プログラムは、「投資理論の発展」、「先物」、「オプション」、「ケーススタディ」、「自由討議」から成り、日米両国のトップクラスの学者・実務家が講師を務めた。ちなみに日米の講師陣は次の通りであった。

(米国) チャールズ A. ダンブロシオ (Charles A. D'Ambrosio : ワシントン大学教授)

ロジャー G. クラーク (Roger G. Clarke : TSA Capital Management)

デーヴィッド M. ダンフォード (David M. Dunford : TIMCO)

(日本) 青山 護 (横浜国立大学助教授)

大村敬一 (法政大学助教授)

久保田敬一 (武蔵大学教授)

渋谷祐司 (野村総合研究所)

横山直樹 (日興証券)

会場の経団連セミナーハウスは、講師陣および一般参加者56名のほか、日米共同セミナー実行委員、ICFA モーレイ理事長ほか日米協会の役職員も加わって、研修ばかりではなく活発な交流の場となった。このセミナーは、モーレイ理事長の肝いりで毎年米国から一流の講師を招くことができたこともあり、参加者から大変好評で以後20年にわたって毎年開催された。

この共同セミナーのほかにも、米国からは投資に関する理論・歴史あるいは実証分析等の著作を通じて投資の実務界にも強い影響を及ぼした人々が当協会の招きに応じて講演あるいはセミナーの講師となり、またその著作(一部は、当協会教育プログラムの教材となった)を通じて、日本のアナリストの専門知識向上に大きく貢献したことは、特筆に値する。例えば、ノーベル経済学賞受賞者のマーコヴィッツ (Harry M. Markowitz)、シャープ (William F.



Sharpe) や、長年にわたって投資専門誌を主宰し、また東西古今にわたる投資の歴史を探究したベストセラー(邦訳書名「リスク」、「ゴールド」等)を著したバーンスタイン(Peter L. Bernstein)、学界から転じて投資顧問会社の経営に携わる一方、米国協会のジャーナルほか投資専門誌の編集委員となり、数多くの論文、教本を著したクラーク(Roger G. Clarke)等が挙げられる。

また、当協会を通じて米国公認証券アナリスト協会(ICFA)の許可を得、翻訳された書籍としては、サムナー・N・レビン編 宮井鉄郎・青山護監修 日本証券アナリスト協会訳「証券アナリスト・ハンドブック」(1993年 日本経済新聞社) およびジョン・L・マギン、ドナルド・L・タトル編 青山護監訳 日興リサーチセンター・日興国際投資顧問訳「ポートフォリオ・マネジメントの実際 インベストメント・テクノロジーの基礎と応用」(1989年 東洋経済新報社)などがある。

なお、これとは別に、会員向けの新たな継続教育プログラムとして当協会独自のセミナーが企画された。94年に第1回が開催された「SAAJセミナー」である。第1回セミナーのテーマは「パフォーマンス開示のあり方」であり、10月20日から毎週1回ずつ、5週間にわたって行われた。参加者は110名であった。「SAAJセミナー」は、その後現在に至るまで毎年開催され、その内容は講義録にまとめられて参加者および会員等に広く還元されている。

日米共同セミナーとSAAJセミナーは、当協会の継続教育事業の柱として毎年開催されるものであり、相互の関係に配慮しながらテーマなどの企画検討を進める必要があった。88年9月には日米共同セミナー実行委員会が立ち上げられていたが、95年7月、常設の組織として新たに「セミナー企画委員会」が編成され、その後の両セミナーの企画・運営に当たることとなった。発足当初、同委員会の委員は新井富雄委員長(野村マネジメントスクール)のほか実務家7名で、そのほかに特別委員として学界から青山護横浜国立大学助教授および小林孝雄東京大学教授が任命された。

## (2) 日米資格交換制度の発足

資本市場のグローバル化が急速に進む中で、各国アナリスト協会の国際的な集まりの場でも、証券アナリストの統一資格、統一試験を展望しつつ、お互いのカリキュラムの共通化の方策を探っていこうという動きが出てきた。具体的には1986年10月にフィレンツェで開催されたICC会議で、ICFA モーレイ理事長の提言により「現在各国で行われている教育プログラムを検証し、共通カリキュラムを勧告する」ためのタスクフォースを設置することが決定された。

## 日米協力のキーパーソン



1980年代の後半から90年代にかけて、日米の証券アナリスト協会の間では日米共同セミナーの開催や日米資格交換制度などを通じて、非常に密接な協力関係があった。これには当時、米国CFA協会（ICFA）の理事長であったピート・モーレイ（Alfred C. “Pete” Morley）の存在が大きくあずかっていた。

モーレイは1927年オハイオ州生まれ、著名な調査会社H.C. Wainwrightで25年間、アナリスト、調査部門のヘッドとして活躍した後、Frank Russell Investment Companyの社長を務めた。65年にCFA資格を取得、CFA協会ではボランティアとして職業倫理委員会、試験委員会などで活躍した後、80～81年にはCFA協会会長を務めた。80年代の後半CFA協会の機構改革に伴って新設された常勤の理事長に就任した。証券アナリストの国際的な普及、各国アナリスト協会間の協力促進に熱心であり、「各国の証券アナリスト協会間の関係は一方的な行動ではなく、協力と対話であるべき」との信念を持っていた。

当時当協会専務理事としてカウンターパートの立場にあり、個人的にも親しかった由良は、モーレイについて次のように回顧している。「彼は、証券アナリストという投資専門職の国際的な発展について確固たる使命感と雄大な構想を持っていた。具体的に着手したことは、アナリストの教育・資格の国際標準化を検討するためのタスク・フォースをICCに設置し、まず共通学習項目を共同で検討するということであったが、これが固まれば次のステップとして国際共通試験を行い合格者に国際共通資格を与えるという長期展望が描かれていた。こうした彼の構想は、その在任中には機熟せず、最終段階に至らないままに終わってしまったが、それが直接間接に各国協会の教育・資格制度や会員の能力向上に与えた影響は極めて大きかったと思われる。なお、モーレイが去った後も、モーレイの精神に則り、引続きさまざまな面で当協会との連携強化に努めようとする米国協会首脳が多かったことを忘れることはできない。例えば、ムラー（Frederick L. Muller）、ノイズ（George W. Noyes）、ヴァーティン（James R. Vertin）、ヴォーガン（Eugene H. Vaughan, Jr.）、ヴォーター（Paul E. Vawter, Jr.）、ベッカーズ（Carl L. A. Beckers）、エリス（Charles D. Ellis）、マギン（John L. Maginn）、タトル（Donald L. Tuttle）、クラーク（Roger G. Clarke）といった人々である。」

（注）本コラムについては、CFA協会刊“The Gold Standard—A Fifty-year History of the CFA Charter”の一部を参考にさせていただいた。

これを受けて翌87年5月のICC会議（フィラデルフィア）では、モーレイを委員長とするタスクフォースのメンバーが発表され、まず各国の現状を調査することから活動を開始した。当協会からは青山護横浜国立大学助教授および由良専務理事が委員に就任した。当協会側では、87年2月に「証券アナリスト教育・資格制度の国際標準化に関する専門委員会」（座長：木村増三青山学院大学教授）を立ち上げ、この問題に対応することとした。



日米資格交換制度に関する覚書を交換するベイストン理事長と由良専務理事

しかしながら、タスクフォースでの検討の過程で、当時各国の証券アナリスト協会における教育制度にはかなり格差があり、一足飛びに世界標準を作ることはなかなか難しいということが見えてきた。そこで、まず制度として進んでいる国同士の相互乗り入れからスタートしてはどうかということになり、89年、当時一番進んでいた米国と英国の協会の間で資格交換制度ができた。同時にそのころから、当協会もICFAとの間で資格交換制度を導入できないかということを検討し始めた。両協会ともこの件については非常に前向きで、そのための前提として両国のカリキュラムの比較、試験問題の比較など膨大な作業を積み重ねた結果、基本的な合意に達し、91年2月、当協会とAIMRとの間で「証券アナリスト資格に関する相互協定（Reciprocity Agreement）について」の覚書（Letter of Understanding）を締結した。米英協会間の協定に次いで世界で2番目のもので、日米協会にとっても、また国際的に見ても画期的なものであった。

この制度は、一方の協会のアナリスト資格を有する会員（当協会は検定会員、AIMRはCFA）が相手協会の試験の一部を受験して合格すれば、相手協会のアナリスト資格を取得することができてその会員になることもできるというものである。基本的な考え方としては、カリキュラムをできるだけ高いレベルで統一して、その共通部分、普遍性のある部分については、お互いにマスターしたということで試験を免除する。相手方がレベルが高い部分、あるいは相手方のマーケットに特有な制度、慣行などの部分についてだけ試験をしようというものであった。

具体的には、当時の両協会のカリキュラムを前提に、それぞれ相手方の資格を取得するために次のような条件が設定された。

たまたま当時、日本では教育プログラムの抜本的な見直しが行われている最中で、新旧カリキュラムの過渡期にあったため、やや複雑であるが、まず日本

の検定会員がCFAを目指す場合には、旧カリキュラムでの合格者の場合、米国の通常試験である1次レベル、2次レベル、3次レベル各6時間ずつ合計18時間の試験時間のうち半分の9時間分の試験を受けて合格すればよい。ただし9時間を1日でやるのは物理的に無理なので、予備試験（初年度）の3時間と、本試験（次年度）6時間の2回に分けて、通れば資格が取れることとされた。将来新カリキュラムでの合格者が出るようになったときには、新カリキュラムの方が学習範囲が広く学習量も多いので18時間の3分の1に当たる6時間分の試験でよくなることが予定された（ただしこの点は実際に新カリキュラムでの合格者が出た時点で見直すとされ、実際にも後述の通り見直された）。

逆にCFAが検定会員を目指す場合には、旧カリキュラムでの試験の間は、第1次試験を免除して、通常5時間の第2次試験のうち2時間相当分だけを受けて合格すればよい。将来新カリキュラムでの受験となる場合には、6時間の2次試験のうち3時間相当分を受けて合格することが必要となると予定された。

この資格交換制度は、本来自由で国際的なアナリスト業務の性格を反映して、二国間の協定としては非常にオープンなものであることが大きな特徴であった。二国間協定がさらに他のアナリスト協会相互間に多角的に広がり、相互にリンクしたものになることによって、世界的に統一された教育・資格制度の形成につながることを期待されていたのである。また、両国間の協定では、相互の教育カリキュラムや試験の範囲・内容などについて、定期的、継続的な見直しが行われることになっていた。このことは双方の教育プログラムに厳しい自己規律を求めることにほかならないが、相互の努力と協力により、高い質の水準の教育プログラムを維持し、絶えず刷新してゆくことがこの資格交換制度の大きな目的の一つであったために、当然にこのことが求められたのである。

協定の発足に関して、AIMRのヴォーガン会長は、『証券アナリストジャーナル』91年4月号に「証券アナリストの国際的発展を賛う」という一文を寄せ、その中で「SAAJとAIMRによるこの問題への強力な取り組みは、各国におけるレベル向上への動きを一層加速することとなるだろう。アナリスト資格に関する相互協定は、太平洋をはさむ日米両国の多くの人々の努力により結ばれ、高い専門水準を目指す両国アナリストの姿勢を示すシンボルとなるものである」と述べている。

この協定の締結は、当協会発足以来、日米両国アナリスト協会間で積み重ねてきた友好関係、協力関係の一つのハイライトとも言えるものであった。ちなみに、協定締結直後の91年5月、セントルイスでの全米証券アナリスト大会の折に開催されたAIMR理事会において、当協会の由良専務理事は当協会代

表として初めて招かれ、講演を行った。「日本における証券アナリストの発展」と題するこの講演で、由良専務理事は「日本協会は草創のころから米国協会と密接な関係を結び、協会の事業活動だけでなく、証券分析の実務とテクニックから投資理論に至るまで米国を範として見習い、証券アナリストのプロフェッションとしてのステイタス確立とレベルアップを目指して努力してきた。こうした日米両協会間の協力関係は、近年より緊密になってきたが、その具体的な成果の一つが今回の Reciprocity Agreement であり、われわれはこれを契機にさらに国際的にみて遜色のない高度な専門性を持ったアナリストの育成に真剣な努力を続けて参りたい」と述べている。

なお、この制度による試験開始後しばらくして、米国サイドから、協定が日本に有利過ぎるとの声が出て、両協会間で交渉が行われ、94年5月に協定書を改定、条件を日本に厳しめに改めるとともに、その代わりに将来カリキュラムを変えるようなときには事前に十分相談するという条文を加え、レシプロ性を強くした。この時の改正により、当初新カリキュラムで合格した検定会員は6時間分の試験でCFA資格が取れると予定されていたのを改め、1次レベル試験6時間のみを免除し、2次、3次試験（試験時間としては12時間）に合格することによりCFA資格が取れることとした。

### (3) CFA レビュープログラムの実施

1992年6月の日米資格交換制度に基づく検定会員向けの第1回試験（初年度予備試験3時間）は、当協会の検定会員368名が受験したが、合格者はわずか14名にとどまった（翌年の本試験ではこのうち3名が合格しCFAの資格を取得した）。一方、同制度に基づくCFA向けの最初の試験では11名が受験し9名が合格し、検定会員（CMA）の資格を得た。

日本の検定会員の合格率が極めて低かった原因について、AIMRの協力を得て詳細に分析したところ、語学力の問題もあるが、日本の受験者は、理論や事実を正確に記憶してこれを叙述するとか、一定の公式に当てはめて素早く計算するという問題では良い点を取っているものの、データを与えてこれを評価する、自分の意見を述べるといった実践的な応用問題には弱いという特徴が見られた。CFA試験では、論理の展開力あるいは説得力を試すことにポイントが置かれており、結論が必ずしも一つでない問題も多い。第1回試験ではこうした問題についての白紙答案がかなりあって、これについては点数の付けようがなかったとのことであった。

資格交換制度の狙いの一つは、日本のアナリストが海外のアナリストと互角

に競争していくため、米国流の論理の展開力や説得力を身に付けることにあるので、この試験結果に鑑み、AIMRの熱心な勧めもあって、新たに検定会員向けの「CFA レビュープログラム」を実施することとした。その第1回は93年2月に行われ、AIMRの推薦により、CFAプログラムにも関与している3名の著名な米国人教授を講師に迎えて、学習の進め方や問題のポイントのつかみ方などについて、3日間にわたり英語で集中的に指導を受けた。これには80名の検定会員が自主的に参加したが、大変に好評で翌年度以降も引き続いて実施されることとなり、93年度は予備試験コース後半プログラム（4日間）、本試験コース（5日間）、予備試験コース前半プログラム（3日間）、本試験コース予備ミーティング（1日）がそれぞれ実施された。

このCFA レビュープログラムは米国人講師の英語による講義であったが、その前に日本語による講座でCFA 試験についての予備知識を得たうえでCFA レビュープログラムに参加することが有効ということで、日本人講師による「CFA 試験予備講座」が2日間ずつ2回にわたって開催された。CFA レビュープログラムおよびCFA 試験予備講座は以後毎年継続して開催された。

なお、日米資格相互交換制度を円滑に運営し、かつそれぞれの教育・試験プログラムを高い水準で維持していくためには、カリキュラムの内容および編成についての考え方を相互に理解することが不可欠であった。このためにAIMRでは、そのカリキュラム委員会（Candidate Curriculum Committee：CCC）にオブザーバーとしての参加を求めてきた。これに応じて当協会は、94年3月サンディエゴで開催されたCCC会議に、青山護当協会カリキュラム委員会委員（横浜国立大学）を初めて派遣した。

#### (4) 日米資格交換制度の廃止

日米資格交換制度については、協定により1年間の予告期間をもって、どちらからも廃止を申し出ることが可能とされていたが、発足後7年を経た1999年2月にAIMRから廃止の申し出がなされた。AIMRによれば、「米国と日本、英国などとの間に二国間ベースの資格交換制度が結ばれているが、近年他の国からも協定締結の要請が増えている。米国の法制度の下では、このような国際的協定は公平・平等に扱うことが義務付けられているが、協定締結を求めてくる国々における証券アナリスト教育・試験制度の内容、水準は区々であって、これらを個別に分析評価することは人的資源の制約等もあって困難であり、さりとて不平等と批判されることも困るということから、この際既存の協定を含めてすべて廃止せざるを得なくなった」とのことである。この申し出を受けて

同制度は2000年3月に廃止された。

当協会としては、この制度の廃止は残念なことではあったが、そもそも本制度自体が国際的に統一された試験・資格制度への過渡期的なものとの位置付けにあり、一方で後記の通り、国際統一資格創設の検討が進んでいたこともあって、以後は国際統一資格制度の実現に向けて一段と注力していくこととなった。

ちなみに、日米資格交換制度が91年2月に創設されて以降2000年までの間に、1,000人以上の当協会検定会員が試験を受けて約150人がCFAの資格を取得し、30人のCFAが試験を受けて約20人が検定会員の資格を得た。この資格交換制度のもたらしたものとして、①当協会の教育プログラムの質的レベルの維持・向上に極めて強いインパクトを与えたこと（このための絶えざる努力なくしては同質部分の免除が成り立たなかった）、および②この試験を通じて日本人アナリストの思考・分析能力、表現力の強いところ、弱いところが浮き彫りにされたこと、が挙げられる。

## 3. アジアにおけるアナリストの国際協力

### (1) アジア証券アナリスト協議会（ASAC）の発足

1979年11月、香港ヒルトンホテルにおいて、アジア・オセアニア地域諸国の証券アナリスト協会関係者による初めての会合が開かれた。この会合は香港証券アナリスト協会のロバーツ(Gavin Roberts)会長の呼び掛けによるもので、当協会からは白木会長ほか2名が出席した。

出席者は、日本、香港（5名）のほかオーストラリア（2名）、韓国（5名）および台湾（1名、ただし協会未結成のためオブザーバーとして参加）の計5カ国・地区の16名であった。このうち証券アナリスト協会が組織されているのは、日本、香港およびオーストラリアであり、これらはいずれもICCに加盟してお互いに顔なじみの間柄であった。

2日間にわたった会議の前半は、出席各協会の活動状況等に関する情報交換に当てられ、後半で、今後の協力の方向に関する討議が行われた。参加各協会とも、協力、連帯関係を強化し、アナリストの知識レベルや地位の向上に努めようということについてはもとより異存なく、これをどのような組織として具体化するかについて話し合いが行



ASAC 結成

われた。その結果、将来的には欧米に倣って「アジア証券アナリスト協会連合会」のような組織を目指すとしても、当面はより緩やかな形での連帯を図ろうということで、「アジア証券アナリスト協議会（Asian Securities Analysts Council：ASAC）」を結成することとした。

この協議会は、常設の事務局は設けず、関係各協会間の持ち回りで年1回程度の開催をめどとすることが申し合わされた。初代議長には、今回の会合のイニシアチブを取った香港協会のロバーツ会長を選出し、次の開催地については、各協会からの強い要望により東京が引き受けることになった。

翌80年9月東京で開かれたASACの第2回会議には、アジア各国の証券アナリスト協会から27名が参加した。この会議では、正会員として新たにニュージーランド証券アナリスト協会の加盟が決定された。また、前年準会員として加盟した台湾に加えて、インドネシアとシンガポールが新たに準会員として加盟した。議長には、初代の香港協会ロバーツ会長の後を受けて当協会の山内隆博会長が選出され、任期は2年間とされた。

会合では、まず、各国の証券アナリスト協会や証券アナリストの現状などについて報告があり、その中で①これまで三つの証券アナリスト協会が存在していた韓国でASACの結成を契機に3者が合併して、新しく韓国証券アナリスト協会として発足することとなったこと、②インドネシアおよびシンガポールで、証券アナリスト協会の結成を準備中であることが報告された。

また、相互間の具体的な協力の手始めとして、アジア・オセアニア地域各国の基礎的な投資関連情報を2～3年のうちに取りまとめることを決めた。基礎的な投資関連情報としては、各国の為替管理、証券税制、会計制度、企業業績関係情報の情報ソースなどが想定され、次回ソウル会議で詳細を詰めることとなった。

なお、このASAC東京会議について、当時の『証券アナリストジャーナル』の「協会だより」欄では次のように述べている。「ASACは、誕生したばかりの若い組織ですが、証券ないし証券投資の世界ではただ一つの、アジアの常設の組織です。昨年、今回と2回の会合で、証券アナリストとしてアジア各地で職業を同じくする者が知己となり、連帯、協力の気持ちが自ずと盛り上がってきたことは、目に見えないけれども大きな収穫であったと思われまます。」

第3回ASAC会議は、韓国ソウルで81年10月に開催された。この時は、同時に国際調整委員会（ICC）が行われたため、欧米ならびにアジアのアナリスト75名が参加した。ICCとの同時開催については、79年5月のICCサンフランシスコ会議の時に、EFFASのドバール（Jean-Guy de Waël）事務総長と



FAFのリリー（Theodore R. Lilley）専務理事から強い希望が出されたのに応えたものである。ICCの会議は、これまで毎年の全米証券アナリスト大会の際と、3年に2度の欧州証券アナリスト大会の際に開催されることとなっていたが、アジア協議会の折にも開催することにより、毎年2回はICCの会合を持ちたいというのが彼らの希望であった。ICCがアジアで開催される場合には、参加アナリスト向けにフィールドトリップをアレンジしてもらえればありがたいという話もあったので、韓国、日本および香港のフィールドトリップが生まれ、欧米アナリスト約50名は、ソウルからの帰途香港および日本ツアーに参加し、彼らのために企業説明会、工場見学など多彩なプログラムが用意された。

ソウルでのASAC会議では、①インドネシアおよび台湾で証券アナリスト協会の結成を準備中で、翌年中には証券アナリスト協会が発足する見込みであり、台湾ではそのための準備として証券アナリストのための教育プログラムをスタートさせたこと、②オーストラリア協会およびニュージーランド協会では会計制度の問題に強い関心を持っており、それぞれの国内でこれに関するアナリスト側の意見書の提出、関係方面への働き掛けを積極的に行っていること、などが注目された。またこの会議にオブザーバーとしてマレーシアのクアラルンプール証券取引所から初めての出席があり、同国における所要の機関決定を条件に、マレーシアを準会員として迎えることが了承された。

前回の会議でASACの共同作業として取り組むことになったアジア・オセアニア地域各国の基礎的な投資関連情報の取りまとめについては、今回の会議までにオーストラリア、香港および日本から第1次案が提出された。なお、この投資関連情報の編さん事業の前提として利用するため、日本側から、アジア9カ国の証券市場を主として制度面からサーベイした「アジアの証券市場」と題する資料を提出した。この資料のうち、日本以外の8カ国分は、東京証券取引所企画調査部外国課の調査物であり、これに当協会が日本の部分を追加し全体を英訳したものである（英訳についても東京証券取引所の監修、協力を得た）。この資料については、メンバー各国に訂正、追加のコメントを求め、これが出そろい次第、オセアニア地域も含めて当協会が1冊の本にまとめることとなった。

ASAC第4回会議は82年10月、オーストラリアのシドニーで開催され、加盟9カ国のすべてが出席した。この会議では、ASAC議長にオーストラリア協会のホール（Leigh Hall）会長を選出した。懸案の域内投資関連基礎情報の編さん作業の今後の進め方については、オーストラリアと日本からの共同提案に沿って次のような方針が決定された。

- ① 域内各国の包括的な投資関連情報の取りまとめは次の二本立てとする。  
日本側から再提出した“Securities Markets in Asia and Oceania”は主として各国証券市場の制度面をまとめたものであるので、包括的投資関連情報ガイドブックのPart1として発行する。

Part1に含まれない情報で、外国投資家が投資の意思決定に当たって必要とするもの、例えば、為替規制、企業情報源、会計慣行の特徴、市場の価格形成、流動性等についての特記事項はPart2としてまとめる。

- ② Part2についての第1次ドラフトは、オーストラリア、香港および日本については作成されているが、その他各国も、1983年3月末までに準備する。
- ③ Part2の第1次ドラフトがすべて出そろった後の具体的作業の進め方については、次回会議において討議する。

なお、次回第5回会議についてはシンガポールで開催し、ICC会議も同時に開催、会議後、オーストラリア、日本へのフィールドトリップを行うことが決定された。

このように会合を重ねるごとにASAC加盟各国の連帯意識も強まり、会議の運営も軌道に乗ってきた。またICCとの関係を通じて、欧・米・アジア三極の協力関係の場もできて、アナリストの世界的な連携が進むこととなった。

## (2) ASAC の発展

1979年11月に、日本、香港、オーストラリア、韓国および台湾（オブザーバー）のアナリスト協会が集まって結成したASACは、その後、ニュージーランド、マレーシア、インド、インドネシア等が加わり、徐々に活動を活発化した。アジア地域は基本的にエマージングマーケットで、国ごとに市場の発達度合いも大きく異なり、証券アナリストという職業が既に存在し活躍している国、これから育てていこうとしている国など、国によってまちまちであった。しかも時々の政治情勢や経済情勢によってもさまざまな影響を受ける不安定さを抱える一方で、その将来性は極めて大きいことも確かであった。

そうした事情を反映して、ASACは、FAFやEFFASとは異なり、緩やかな連合体という組織形態を取り、運営に当たっても団結（Solidarity）と平等（Equal Partnership）をモットーに、「お互いに個々の協会を、大小を問わず一つの協会として尊重し、団結してやっけて行こう。そうすればそのうちに個々の市場でもアナリストという専門的職業が発達するだろうし、米国や欧州に対しても発言権を持つようになるであろう」という基本的な考えの下に運営され

ていた。ただ、現実には国によって、市場によってまちまちな各国協会をまとめていくのはさまざまな困難を伴うことであった。

一例を挙げれば、シンガポール協会の加盟をめぐる問題があった。当初シンガポールは、シンガポール証券研究所（The Singapore Securities Research Institute）が準会員としてASACに加入していたが、米国アナリスト国際協会のシンガポール支部（The Singapore Chapter of the International Society of Financial Analysts）という形で新たにアナリスト組織が結成され、88年7月のASACクアラルンプール大会で、前者に代わって後者がASACに正会員として加入申請を行った。しかし、米国協会の支部であるということで、独立性について疑問が提起され、正会員としての加入申請は否認された。代わって、いったん準会員として加入を認め、名称や定款変更などにより米国協会の支部としての色彩が弱まった時点で正会員とするという妥協案が承認された。シンガポール協会はこれを不満として回答を保留し退席してしまった。この結果、ASAC内ではシンガポールの代表が一時的に欠けることとなった。当協会としては、域内における同国の地位や地域的協力組織というASACの性格に照らしても、このような事態は放置できないと考え、議長国であった韓国協会とも協議しながら調整に動いた。当協会の由良顧問がシンガポール協会のテオ（George E.K. Teo）会長と非公式に接触を重ね、米国協会ともコンタクトを取りながら調整を進めた結果、シンガポール協会はSingapore Society of Financial Analystsに名称を変更するとともに独立性を強化する方向で定款の変更を行い、91年9月のASACジャカルタ大会直前にASACへの正式加盟が承認された。3年越しの粘り強い調整努力が実ったのである。このASACジャカルタ大会では、主催国インドネシアの証券アナリスト協会が、それまでの準会員から正会員となることも承認された。

### (3) ASAC 事務局の設置

前述の通りASACは連合体組織ではなく、地域内の緩やかな協力組織であり、常設の事務局も設けられていなかった。このため、毎年1回持ち回りで開かれる大会は、主としてホスト協会が企画と運営に当たり、またASACメンバー協会への事務的連絡も協会長自らが行ってきた。共同事業である投資関連情報“Securities Markets in Asia and Oceania”の編さんや“ASAC Directory”（年報）の発行等は、事実上当協会が引き受けていた。また、ICCには米欧協会がそれぞれ証券アナリスト協会の連合会として参加していたのに対して、アジアはASACの正会員協会がそれぞれ個々の協会として参加して

いた。

この間、1986年10月のICCフィレンツェ会議においてEFFASの代表から、ICCを従来の非公式な友好の場からもう少しフォーマルなものへと組織を変更すべきとの提案が行われたことをきっかけに、ICC会議の都度、組織強化の問題が議論された。当時、米国協会のモーレイ、EFFASのダマントらは、ICCを米国、欧州、アジアの協会の連合体に発展させたいという構想（いわゆるアナリスト世界連合構想）を持っており、そのためにはアジア地区協会はなるべく早く協議会組織から連合体組織に組織替えを行い、その代表がICCに参加することが望ましいということで、折に触れてASACに対して働き掛けが行われていた。

87年のICC台北会議では、米国からICCの組織強化について具体的な提案があった。この提案はASACの連合体組織への組織替えを前提としていた。これに対してASAC側は、まずASAC自体の活動の活発化、組織化を図らねばならず、ICCの性急な組織の変更は支持できないと表明した。また、取りあえずASACはオブザーバーとして新しい組織に参加してはどうかとの意見も出たが、モーレイはICCの改革はASACを抜きにしてはあり得ないとして、これに反対した。当協会は、ASACをEFFASやFAFのような連合体として扱うのは時期尚早であるので、議決権の問題や理事会の員数の問題は後に回し、まずICCの目的や使命を明確にするといった、できる範囲の改革から着手してはどうかと提案した。

89年9月のASACソウル会議では、ASAC組織強化へのワンステップとして、常設の事務局を設置することの是非が正式の議題として取り上げられた。検討に当たっては、常設事務局の役割、コスト分担をどうするか等について十分検討すべきという意見が多かった。オーストラリア協会から、常設事務局を引き受ける方向でコスト試算を含め検討したいとの提案があり、次回会議に諮ることとなった。

90年12月のバンコク会議では、事務局の設置の必要性については異論がなく、費用を各協会が分担することにも一応のコンセンサスが得られた。しかし、具体的な費用分担に関しては、当協会が試案を出したものの、各協会の負担額と期待する便益との兼ね合いや、それぞれの財政事情などから自国の協会に持ち帰って検討したいとの意見が出され、各協会が持ち帰って検討することとなった。翌91年のジャカルタ会議において、92年1月に常設事務局をオーストラリアのシドニーに開設することが正式に決定され、事務局維持のための費用に関する各協会の分担金についても合意を得た。事務局はオーストラリア協

会の中に設置され、当面職員1名を置いて、ASAC 会議議事録の作成、会員協会間の連絡や情報提供、ASAC 年次総会のサポート、ASAC の今後の組織強化策や共同事業についての企画立案等の事務を担当することとなった。

#### (4) ASAC から ASAF へ組織を変更

さらに、このジャカルタ会議では、ASAC を現状の緩やかな協力組織から、よりフォーマルな規約を備えた連合体へ強化を図る方向で検討すること

とで合意をみた。具体的には、新事務局が次回 ASAC 会議までに、ASAC の連合体へ向けての3年間の行動計画を作成することとなった。

事務局が作成した行動計画に基づいて、連合体になる際に解決しておくべき基本的な問題の検討、定款草案の作成など作業を重ね、1995年10月のASAC オークランド会議で定款最終案を採択、連合体への移行が正式に決議された。

定款の骨子は次の通りである。

- ① 連合体の名称は Asian Securities Analysts Federation (ASAF: アジア証券アナリスト連合会) とする。
- ② 連合体の事務局はオーストラリア・ニューサウスウェールズ州に置く。
- ③ 連合体の公用語は英語とする。
- ④ 連合体の目的は、加盟協会間の意見の交換および政策の調整を図ることを通じて、アジア、オセアニアの投資業界の利益に寄与し、証券アナリストの職業の発展を奨励、支援する。

役員については、投票の結果、初代会長に ASAC の最後の会長を務めていた当協会顧問の由良玄太郎が選出された。副会長はタイ協会副会長のヴィチャラット (Vicharat Vichit-Vadakan) が、理事にはシンガポール協会会長のテオが選出された。また、ICC への代表として、上記役員3名およびオーストラリア協会のポウディッチ (Maxwell R. Powditch) 会長および香港協会のデジャルドン (Lionel Desjardins) の5名が選ばれた。従来 ICC については ASAC の各加盟協会が直接参加する形を取っていたが、今後は米国の AIMR および欧州の EFFAS と同様、ASAF がアジア・オセアニア地域の証券アナリスト協会を代表する連合会として ICC の一翼を担うこととなったのである。

このオークランド会議では、これまで置かれていた三つのタスクフォースのうち、Education Task Force および Publications Task Force を常設委員会に



ASAC から ASAF への改組を決めたオークランド会議

改組し、Membership Task Force は、各国協会からのアンケートに基づく“Membership Directory”の作成作業が軌道に乗ったことから、解散することとなった。組織替えによって誕生した教育委員会では、議長協会であるタイ協会が当協会のカリキュラムを基にアンケートを作成し、各国協会の教育プログラムにおいてアナリストのマスターすべき知識体系（Body of Knowledge：BOK）の現状調査を行う計画を提案し、了承された。これは将来アジア・オセアニア地域共通のBOKの構築を展望したものであった。

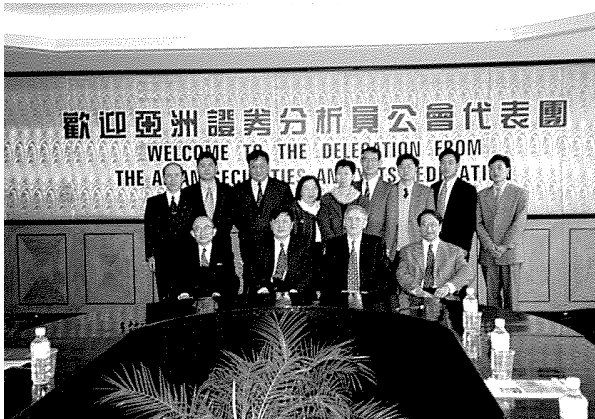
ASAF への改組が実現した翌年の96年の5月にアトランタで開催された全米証券アナリスト大会の席上で、当協会の由良顧問は、AIMRの国際組織であるISFA（International Society of Financial Analysts：国際証券アナリスト協会）から“Leadership in Global Investing Award”を受賞した。この賞は、専門職業の国際的発展に著しい貢献をした個人に贈られる賞であり、当協会関係者が米国協会から受けた初めての表彰であった。アジアにおける各国協会間の協力関係の発展、なかんずくASACからASAFへの改組に関して、当協会が一貫して主導的な役割を果たしてきたことが評価されたものであった。

## (5) 中国証券アナリスト協会の設立に協力

アジアにおける証券アナリストの国際協力の歴史の上で、当協会およびASAFが中国証券アナリスト協会の設立に大きな役割を果たしたことは特筆されるべきであろう。

中国で開放体制の下、証券市場が発展に向かうのに伴い、1992年ごろには中国の証券会社でも投資助言業務が行われ始め、96～97年ごろには大手証券会社の中に研究部門が相次いで設けられるに至った。この間95年7月には、当協会の由良顧問が訪中して国務院証券委員会弁公室副主任馬忠智（中国証券

業協会秘書長兼務）と面談し、証券アナリストの役割やその重要性をはじめ、日本証券アナリスト協会の事業、ASACなどについて説明した。その際、馬副主任が中国でアナリスト協会を結成し、ASACに加入する際の大きな政治的障害として挙げたのは、既に正会員としてASACのメンバー協会となっている台湾がRepublic of Chinaを協会名に冠しているということであった。その後、当協会が台湾協会と内々折衝を重ねた結果、同協会の勇断によりChinese Taipeiと改めたため、この間



ASAF 訪中団

題は解決した。

証券業務に関する中国の法令も着々と整備され、97年12月に国务院証券委員会が証券・先物投資助言業務管理暫定規定を公布（98年4月施行）、98年12月には全国人民代表大会常務委員会で証券法が採択された（99年7月施行）。

こうした流れの中、ASAFとしても中国との関係強化を図ってはどうかとの意見が強まり、98年3月にASAF訪中団（ヴィチャラット会長のほか日本、香港の協会の7名で構成）が国务院証券委員会（馬忠智弁公室主任）、中国証券監督管理委員会（CSRC：China Securities Regulatory Commission）、中国証券業協会（SAC：Securities Association of China）等を訪問して、証券アナリスト協会の設立やASAFへの加盟を働き掛けた。また同年8月には当協会独自で中国の証券投資の専門家（10名）を招き、証券アナリスト研修を行った。この研修は中国語で行われ、テーマは大きく分けて次の二つであった。第一のテーマは、各国の証券アナリスト協会および証券アナリスト国際組織の組織構造、教育・試験制度およびその業務であり、第二のテーマは証券アナリストに必要な現代投資理論や証券分析手法であった。それぞれの分野における学者・専門家による講義が行われたほか、研修期間中には日本銀行への表敬訪問も行われた。参加者は中国における証券投資業の発展に強い関心を抱いており、ASAFとの協力関係の強化に前向きであった。

中国での証券投資への関心の高まりや当協会を中心とした働き掛けにより、98年10月のASAF年次大会（於ソウル）に中国代表団（12名）が初めて参加し、このうちSACの李訓常務理事等3名がオブザーバーとしてASAF総会にも出席した。

その後、当協会は中国での証券アナリスト協会設立を支援するため、中国側と緊密に連絡し合い、事細かな助言を行った。99年4月には由良顧問、土屋俊彦等が訪中し、CSRC機構管理部の劉洪涛副主任に対し証券アナリスト組織のあり方等について説明したほか、SACで中国の状況に即した証券アナリストの組織化について助言を行った。同年4月末には、中国で証券投資助言業務に従事するための資格試験（CSRCの監督下でSACが管理運営）が実施され、9,000人の受験者のうち3,000人余が合格した（有資格の証券アナリストの誕生）。

同年6月、ASAF・SAC共催の「証券アナリストの理論と実務に関する国際セミナー」が大連で開催されたが、その準備過程でも当協会はASAF・SAC間の橋渡し役として中心的役割を果たした。このセミナーは、講師18名のうち14名（日本から6名）をASAF側が派遣し、中国各地の証券会社職員

等約 200 人が聴講した。また、このセミナーの際に中国マスコミ関係者からの示唆を得て、7月に由良顧問から朱鎔基総理宛に建白書（証券アナリストの育成や組織化に関する提言をまとめたもの）を SAC 経由で送付した。

99年10月のクアラルンプールでの ASAF 年次大会では、送別夕食会の席上で次回主催者の台北協会が配った資料に記載されていた国名を見た中国代表団が途中退席するという一幕があり、中国と台湾が依然として微妙な関係に立っていることを改めて認識させられることとなった。しかし、中国の証券アナリスト協会の設立準備は着々と進められ、組織・規定等の検討が最終段階に入った 2000年4月には当協会から由良顧問など3名が訪中し助言を行った。さらに同年5月から6月にかけて SAC の職員2名を研修のため当協会に受け入れ、8月にも CSRC、SAC の職員等9名を招いてセミナーを実施した。こうした過程を経て 2000年7月、SAC の下部組織として中国証券アナリスト協会（SAAC：Securities Analysts Association of China）が設置された。

99年7月の李登輝発言（二国論）や 2000年5月の陳水扁総統就任による中台関係悪化の影響もあり、2000年11月の ASAF 台北大会には中国代表団は出席しなかった。しかし、01年1月の ASAF 臨時総会で SAAC の加盟が承認され、同年秋には ASAF 理事に当選、さらに 05年10月には北京で ASAF 年次大会が開催された。また SAC は CIAA（国際公認投資アナリスト）制度を運営する非営利法人 ACIIA にも 01年11月に加盟し、06年から国際公認投資アナリスト（CIAA）試験を実施、02年以降 ACIIA の理事も務めている（ACIIA および CIAA については後述）。

## 4. アナリスト世界連合構想とその挫折

ASAC から ASAF への組織変更が正式に決まる半年前の 1995年5月に開かれた ICC バンクーバー会議で、EFFAS のダマント（ICC 共同議長）から ICC を発展的に改組してアナリスト世界協会（World Federation）を設立しようとの提案がなされた。同氏は、世界協会設立により証券アナリストの職業としての国際的な認識が高まるほか、種々の国際共同作業に当たっても、その目的、意思決定が明確になるとしてそのメリットを強調した。そのうえで、ASAC の連合体への移行を待って、96年9月にバルセロナで開催される予定の ICC 会議で世界協会発足の宣言を行いたいと述べた。これに対して AIMR のマギン（John L. Maginn）会長は、長期的な方向として世界協会設立は AIMR としても支持するが、目下 AIMR 内部の組織改正が検討・実施されつつあるこ



とを理由に、世界協会設立を直ちに決めるのは時期尚早である旨述べた。当時 ASAC 会長であった当協会由良顧問は、「ICC を世界協会にすることは、これまで米国協会が積極的に提唱してきたことであり、87 年 9 月の ICC 会議では具体案が提出されたが、当時は ASAC が連合会になっていないために見送られた経緯がある。したがって ASAC の連合体化を目前に控えた今、ICC を連合体にすることには基本的には賛成である。しかし、たとえ世界連合ができたとしても、加盟協会の独立性は維持されるべきであり、また、世界協会の予算規模は最小限にすべきである」などの意見を述べた。

95 年秋の ICC オークランド会議では、ASAF の正式発足を受け、世界協会設立への足固めとして、次の点が合意された。

- ① ICC が達成すべき目標を明確にし、あらかじめ ICC 加盟協会の合意を得るため “Strategic Plan” を策定する必要がある（91 年 5 月 ICC セントルイス会議で了承された “Strategic Plan” <前述>に続く、ICC としては 2 度目のもの）。これについては、次回アトランタ会議までに 3 名の ICC 共同議長（AIMR ボーマン < Thomas A. Bowman >、EFFAS ダマント、ASAF ポウディッチ）が案を作成し、各加盟協会に提示する。
- ② 現行の ICC（International Coordinating Committee）の名称を “International Analysts Council”（IAC）に変更することとし、次回アトランタ会議で正式に決定する。
- ③ 各加盟協会から ICC への代表人数は、連合体である AIMR、EFFAS、ASAF については各 5 名、単独協会の南ア協会およびブラジル協会は各 1 名とする。

これに関連して AIMR のハンスバーガー（Thomas L. Hansberger）会長は「世界協会」設立構想について、その目的がまだ明確にされていないとして、Strategic Plan の策定を待って AIMR の立場を決めたいと発言した。これに対してダマントは Strategic Plan には「世界協会」の目的が含まれるべきであると指摘した。このころから世界協会構想に対する AIMR の姿勢は次第に後退し、EFFAS との温度差が目立ち始めた。当時米国外における CFA 試験の受験者、合格者が急速に増加しつつあったことから、米国協会としては CFA 資格を世界的に広めることに重点を置き始め、各国に CFA 支部をつくるという動きも目立った。

96 年 5 月の ICC アトランタ会議以降、数回にわたる ICC 会議では Strategic Plan や名称変更をめぐってさまざまな議論が行われた。このうち名称については 97 年 11 月のバンコク会議で ICC を ICIA（International Council of

Investment Associations：国際投資アナリスト協会協議会）に変更することが正式に決定されたが、Strategic Plan をめぐる議論は結局収れんせず、「世界連合」への転換は日の目を見ずに終わることとなった。ICC から ICIA へと名称は変わったものの、各地域協会の情報交換の場としての色彩の強い、緩やかな会議体という ICC の基本的な性格はそのまま維持されたのである。このことは、AIMR が「世界連合」構想に次第に熱意を失ったことからの当然の帰結とも言えよう（なお、AIMR の後継組織である CFA 協会は 09 年 8 月に ICIA から脱退した）。

ただ、Strategic Plan をめぐる議論の中で、97 年 5 月の ICC ニューオーリンズ会議において AIMR のオライリー（I. Rossa O'Reilly）会長が世界共通の資格制度（International Common Designation）の創設を検討すべきと提案したことは、後の国際公認投資アナリスト（CIIA：Certified International Investment Analyst）資格制度創設へのきっかけとなったという意味で重要であった。

## 5. 国際統一資格の創設

### (1) 国際統一資格創設の提案

証券アナリストの仕事が国際的な広がりを見せるようになるにつれて、国際的に統一された証券アナリスト資格をつくらうというアイデアが各国関係者の間に芽生えてきた。その嚆矢と言えるものが 1986 年、当時の米国 ICFA モーレイ理事長のイニシアチブによる「教育プログラムの標準化」構想であった。この構想は各国の事情が当時あまりに違い過ぎたために日の目を見ず、これに代わる現実的なアプローチとして、制度の発展度合いが近い 2 国間での資格交換制度が米英間および日米間で結ばれたのは先に述べた通りである。ただ、この資格交換制度の創設に携わった当事者の意識としては、これはあくまでも過渡的なものであり、将来的には国際統一試験、国際統一資格を目指したいとの理想があった。

こうした制度を創設する前提としては、各国の教育プログラムの横並び比較が必須であり、モーレイ理事長の提案した「教育プログラムの標準化」に代わる新しいプロジェクトとして、米国が先鞭をつけて提唱した「証券アナリストに必要な学問・知識体系」（BOK：Body of Knowledge）を構築しようということとなり、93 年 11 月から米国投資管理調査協会（AIMR）、英国証券アナリスト協会（IIMR：Institute of Investment Management and Research）お

よび当協会（SAAJ）の3者により共同研究が開始された。

この共同研究が契機となって、当協会でも93年度から日本版BOK構築のために、カリキュラム委員会のメンバーによる検討が始められた。当協会のカリキュラムを国際化の流れに即して改善していくための指針としてBOKの構築が必要と考えられたのである。95年7月にはBOK構築のためのタスクフォースとして「BOK策定小委員会」（青山護委員長）が発足した。策定小委員会は7回に及ぶ審議を重ねたうえで、96年4月にその審議結果を「BOK項目一覧」を含めた報告書にまとめてカリキュラム委員会に提出した。なお、BOKは金融・資本市場に関する理論や実務の進歩・発展に対応して絶えず見直されるべきとの趣旨から、「BOK策定小委員会」は策定作業終了後も「BOK小委員会」と改称して存続された。日本版BOKは、アナリスト試験の問題を作る際の参考資料などとして活用されている。

ただ、実際にBOKを作成してみると、その幅と奥行きが極めて大きく、直ちには現行の当協会の通信教育にそのすべてを取り込むことは到底無理であることが分かった。そこでBOKを、①検定会員を目指す人が教育プログラムに参加する前に習得していることが望ましいもの、②教育プログラムに参加することによって習得できる知識・技術、③検定会員となって後の研さんに委ねるものの三つのカテゴリーに分けざるを得なかった。このことが、従来から協会関係者の間で認識されていた継続教育の必要性をさらに浮き彫りにすることとなり、前述したようなセミナーの充実に拍車をかける一つの契機ともなった。

「教育プログラムの標準化」を目指したモーレイ構想から約10年を経た97年5月、ICCニューオーリンズ会議において、AIMRのオライリー会長は世界共通の資格制度（International Common Designation）創設を検討すべきとの提案を行った。この会合の直前に、EFFASのダマント会長から当時ASAF会長であった当協会由良顧問およびオーストラリア協会ホール会長らASAF幹部向けに「EFFASとしては欧州統一試験の創設を目指すとともに、EFFASと日本、オーストラリアとの間で明確な資格交換協定を結び、真の国際統一資格の枠組みをつくりたい。その枠組みにはAIMRの参加を呼び掛けることも可能と思う」という趣旨の提言が寄せられていた。この提言の背景には、当時のAIMRの積極的な海外進出を見て、各国の自前の教育プログラムの影が薄くなるのではないかとの危惧があったものと思われる。

当協会の由良顧問もそうした状況を認識していたが、それと同時に、ニューオーリンズ会議でのオライリー会長の提案をモーレイ以来の理想を実現するための好機ととらえ、自ら「投資プロフェッションの国際統一資格に関するフレー

ムワーク案（【DRAFT】 Framework for an International Designation for Investment Professionals）」を作成した。この案では ICC レベルでの国際統一試験を創設することを目指し、その基本的な枠組みとして、①国際共通部分と各国協会が管理する国別部分を組み合わせた試験とする、②国際共通部分は深さおよび広がりの中で現存する各国のアナリスト試験の最高レベルと同等ないしそれ以上のレベルとする、③試験の運営管理のためにしっかりとした組織を構築する、④試験に合格した者は国際共通資格を付与されるとともにそれぞれの国のアナリスト協会のメンバーとなる（倫理規定の遵守などを確保するため）、などが提案されており、後に実現する CIIA 資格の基本的な考え方が示されていた。

この案では、当面の行動計画として、まず EFFAS と ASAF がイニシアチブを取って 1 年程度をめどに制度の枠組みを固め、そのうえで AIMR およびその他の ICC メンバー（ブラジル、南ア等）に参加を呼び掛けることとされていた。その後、由良顧問とダマント EFFAS 会長との協議を経て、この行動計画を前倒しして、97 年 11 月に予定されている ICC バンコク会議以前に ASAF と EFFAS の間で大筋合意し、同会議の議題に載せる方針が確認された。由良顧問は国際資格試験に AIMR が参加することが重要と考え、上記枠組み案を AIMR ボーマン理事長に提示して意見を求めるとともに参加を強く勧誘した。ボーマン理事長は AIMR 理事会にこの問題の検討を委ねたが、同理事会での結論はこの枠組みには参加できないというものであった。その理由として、「既に CFA 受験者の 33% 以上が米国外での受験者であり、米国人以外の CFA 資格保持者がボランティアベースで CFA プログラムのカリキュラム委員会や試験委員会に参加するなど CFA 資格は近年一段と国際的な性格を強めている。ここで CFA に代わる新しい国際共通資格制度をつくらうという試みに AIMR が協力することは、CFA 資格が国際基準であると考えているであろう CFA 資格保有者および受験者に対する忠実義務に反することになる」というものであった。これに対して由良顧問は、ダマント等と相談のうえ、新しい国際共通資格試験において AIMR が主導的な役割を果たすことを明示するほか、試験のコア部分は CFA 試験とほぼ同一のものとしてもよいなどの妥協案を示したが、AIMR 側の態度は変わらず、結局 AIMR の参加は断念せざるを得なかった。以後、国際共通資格制度創設の検討は ASAF と EFFAS を中心に行われることとなった。

## (2) ASAF-EFFAS 合同会議での検討

1997年11月のICIA (ICCがこの時からICIAに名称変更) バンコク会議に、当協会由良顧問が先述のフレームワーク案を正式に提出した。そこでは、基本的な考え方を中心に議論が行われ、引き続き検討されることとなった。翌98年5月のICIA フェニックス会議の際には、国際統一資格試験に関する第1回のASAF-EFFAS-ブラジル協会の合同会議が開催された。6月には国際統一資格試験の前提となる共通知識体系に関するASAF-EFFAS合同会議がシドニーで開催され、当協会からは由良顧問のほか、大村敬一BOK小委員会座長および新井富雄BOK小委員会委員等が参加した。その後、9月ブリュッセル、翌99年1月チューリッヒ、3月バンコク、5月オランダ、9月ロンドン、10月クアラルンプールなど、ICIAやASAF/EFFAS会議が開かれる都度、国際統一資格制度に関する検討会議が開催され、次第に制度の骨格が固められていった。検討に当たっては、統一資格制度の企画・管理・運営等を検討するポリティカル・グループと、教育・試験関係を検討するアカデミックグループに分け、それぞれのグループでの検討を経て、全体会議で最終決定するという方式が採用された。

これらの会議では、新しい資格制度を真に国際的なものとするためにできるだけ多くの国の多くの人々が参加できるようにすること、試験のレベルを落とさないこと、カリキュラムや試験問題の作成に多くの国の学者、実務家の支援を仰ぐことなどが議論された。また、各国それぞれが既に持っている資格制度と新しい国際統一資格制度との関係をどのように設計するかも大きな問題であった。これに関しては、アカデミックグループでの検討の結果、各国の資格制度や教育プログラムを精査し、その結果に応じてそれぞれの国の資格保有者に対して国際統一試験の一部を免除するという事で解決が図られた。また言葉の問題もあった。英語のみとすると英語を母国語とする受験者に有利になってしまうので、それぞれの母国語での受験を認めることとした。そのため、問題の翻訳や解答の採点等で厳密性と平等性をいかに確保するかという問題の解決に相当の時間と労力を要した。また、各科目の試験時間の配分や試験問題のレベルについても、関係者間で意見が一致するまでには多くの議論が行われた。その結果、特定の国に偏らないようできる限り多くの協会・地域から問題を出してもらい、それらの中から国際試験委員会が選択・決定する方式を採用することとなった。国際統一資格制度の管理運営に当たる新たな組織体をつくることについては、早くから合意がなされていたが、これについては日本側の主張通り、できるだけ簡素でコストを掛けない組織とすることとされた。

この間、国際的な教育プログラムにノウハウを持つスイス協会から、この制度の運営体を引き受けようとの申し出があり、また当初 AIMR 寄りで国際共通資格制度に懐疑的であったドイツ協会が態度を変え、新制度の創設に向けて積極的に関与するようになった一方、検討会議の議長を務めてきた EFFAS ダマント会長が属するイギリス協会のこれに対する去就が必ずしもはっきりしないという状況もあった。

2000年1月に東京で開かれた検討会議には、新制度の発起人となる日本、スイス、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オーストラリアに加えて、その他多くの国が初めて一堂に会し、主な論点についての大筋の合意ができた。同会議の席上、当協会は慎重を期すために試験実施までに1年半の準備期間を設ける案を提案したが、英国協会代表（ダマントはこの会議には欠席）はこれに強く反対、一方、CIIAに参加するか否かについては言を左右にして明言しないままで終わった。その10日後に英国協会は AIMR の支部になることを発表し、この計画から抜けてしまうという事態となった。

2000年5月シカゴで開催された合同会議では、国際資格制度を管理運営する非営利法人の名称を“Association of Certified International Investment Analysts”（略称 ACIIA < CIIA 協会>、設立地ロンドン）とし、資格の名称を“Certified International Investment Analyst”（略称 CIIA）< 国際公認投資アナリスト>とすることを正式に決定した。翌6月には ACIIA の第1回年次総会がロンドンで開催され、証券アナリスト国際資格制度が正式に創設された。また7月の第1回理事会では、ACIIA 初代会長にドイツ協会ラオ（Fritz H. Rau）会長が選任された。97年に EFFAS ダマント会長が呼び掛け、当協会由良顧問がフレームワーク案を作成して以来、3年にわたる複雑で困難な検討過程を経て、ようやく証券アナリストの国際統一資格制度が実現したのである。当協会からは、ACIIA の理事会メンバーに由良顧問、IEC（International Examinations Committee：国際試験委員会）のメンバーに小林孝雄東京大学大学院教授が就任した。また、IEC との協議、国際試験制度における日本語による答案の採点および採点結果の調整等を担う「国際試験委員会」（小林孝雄委員長）を、当協会の教育委員会傘下の専門委員会の一つとして創設することとなった。

なお、発起人協会の一つであったオーストラリア協会は、2000年12月に先の英国協会の脱退に歩調を合わせる形で ACIIA からの撤退を表明した。

### (3) 国際統一資格試験の概要

日本国内では2000年6月に、当協会安田専務理事が兜町記者クラブにおいて新制度についての記者発表を行った。発表文の中では、本制度の意義について「参加各国協会の緊密な協力のもと、真に国際的な試験制度と呼ぶにふさわしい高レベルの統一的システムを確立し、世界的な規模での証券アナリストの職業的地位と専門性の向上に役立てようとするもの」とされ、創設の背景として「特定の協会のプログラムのみが国際スタンダードとなり、その協会の会員が一方的に増加するといった弊を避けるため、参加各国協会の自主性、独立性との調和を図りつつ、それぞれの最善のプログラムを結集して、高レベルかつ普遍性をもった国際試験制度を構築する」と述べている。

発表文では、本制度の特色として次のような点を挙げている。

- ① 証券アナリストに要求される知識分野を各国固有のもの（法規制、職業倫理・行為基準等）と国際的に共通するものに分け、前者については各国協会の試験に委ねる一方、後者の分野を国際共通試験の対象とする。
- ② 国際共通試験の問題は1国協会に偏らず、欧亜各国協会の専門グループから出題された問題の中から厳格な選考過程を経て選定される。
- ③ 国際共通試験は、基礎試験（9時間）と最終試験（6時間）とで構成されるが、各国協会が現に有するプログラムを尊重し、審査の結果十分な教育システムを持つと認定された協会の会員については、基礎試験を免除し、最終試験を直接受験できる（当協会の検定会員は、最終試験のみを受験し、合格すれば国際資格を取得できることとなる）。
- ④ 受験者が言語によるハンディキャップを被ることがないように、主要な言語については、母国語による試験を可能にする。
- ⑤ 最終試験の合格者には、国際資格にふさわしい独自の称号としてCIIAが与えられる。当協会会員の場合は、英文表示のほか、「国際公認投資アナリスト」という和文の称号表示も認められる。また、この称号取得後も、それぞれ自己の属する協会における地位は変わらず、その協会の会員である限り国際称号を使用することができるので、例えば検定会員はCMAという当協会の会員称号と国際称号CIIAの双方を使用することが可能となる。
- ⑥ ACIIAの会員であるアジア・欧州・南米（ブラジル）の証券アナリスト協会の傘下には約50,000人の会員がおり、これらの会員が当面の潜在的な受験者ということになる。

当協会における国際統一資格試験は毎年2回行われ、そのうち1回は日本語、もう一回は英語で行われることになった（11年9月試験以降は毎回、出題・解答ともに日本語・英語のどちらでも選択可能としている）。

この制度に基づく第1回のCIIA試験は01年3月に行われ、当協会の検定会員は東京、大阪、香港、ロンドン、ニューヨークの試験会場で約1,200名が受験した。この時合格してCIIA資格を得たのは814名であった。なお、本制度受験登録者を対象に、受験指導を目的としたスクーリングを2000年12月に4日間、実質講義時間24時間実施し、386名が参加した。予想を上回る申し込みがあったため、スクーリングの一部を収録・編集したビデオによる集合研修を東京と大阪で開催、それぞれ238名、39名の参加があった。このスクーリングは以後毎年行われている。

## 6. パフォーマンス報告基準 (GIPS) の制定

### (1) パフォーマンス報告基準研究会の設置

1990年代に入り、投資マネジメント業務の発達と運用資産の多様化、投資技術の高度化などに伴って、投資成果を客観的に測定し公正な開示を行うことの必要性が高まり、国際的にもパフォーマンス報告について統一的な基準を設けようという動きが広がってきた。

まず、AIMRで、パフォーマンス報告基準 (AIMR-PPS: AIMR Performance Presentation Standards) を策定しようという動きが起こった。当時の米国の実情として、投資マネジャーが投資成果として都合の良いものだけを提示して顧客を勧誘するという傾向があり、これは「顧客に対する不真実表示の禁止」に反する行為であるので、客観的に投資成果を評価し顧客に提示するための基準を設けようというものであった。パフォーマンス報告基準は数年間をかけて素案が策定され、AIMR会員への公表、意見聴取を経て、93年1月から実施された。同時に職業倫理・行為基準の中に独立項目としてPPSに関する規定を織り込み、その採用を勧めることとした。さらにAIMRでは、95年5月にAIMR-PPSグローバルコンプライアンス小委員会が設置され、AIMR-PPSの国際的な遵守の可能性と問題点の検討が進められた。また各国アナリスト協会の協議組織であるICCの場においても、このAIMR-PPSを中心にグローバルなパフォーマンス基準の策定を検討しようという動きが出てきた。

こうした状況を背景に、当協会は、まずわが国の実情調査を行ったうえで、



それを踏まえた独自の報告基準の試案を策定することを目的として、関係各界の専門家からなる「パフォーマンス報告基準研究会」（後に「投資パフォーマンス基準研究会」）を設置することとした。95年12月に開催された同研究会の初会合では、座長に榊原茂樹神戸大学教授を互選した後、研究会の進め方等について議論が行われた。その中では次のような意見が出された。「パフォーマンス評価に関してさまざまな基準があり非常にあいまいというのが日本の状況である（信託銀行）」、「基準が統一されていないので、現場の負担と混乱が大きく、パフォーマンス報告のためのコストも膨大である。ほとんどの資産が数年のうちに時価評価に移行する予定であり、また、運用方針の明確化も求められている。このように基準策定の環境が整いつつある状況下、基準の統一は投資業界の体質を変える大きな契機ともなる（同）」、「年金基金側からの要求バラバラとの指摘があるが、統一的な報告基準がないということが原因となっている。その意味で当研究会に期待するところは大きい。年金基金は97年度決算から時価会計に移行する予定であり、また資産配分に関するルールが緩和される方向に向かうなど環境が大きく変動している。そのような状況の下で当研究会が発足するのは極めて意義深い（年金基金）」、「米国の年金基金のほとんどがAIMR-PPSへの準拠を求めてきているが、実際に作業すると、特にコンポジット（投資戦略や投資目的の類似性に従ってグループ化された投資評価単位）の作成は非常に大変である。これは技術的な問題というよりも、日本の投資顧問会社には運用哲学という意識が希薄なことによる。運用哲学がないためにグルーピングできない。したがって、パフォーマンス報告基準の策定は、投資顧問会社にとって運用哲学の重要性を考えるチャンスともなる（投資顧問）」。「運用委託サイド、運用受託サイド共に客観的な報告基準の策定の重要性、必要性を強く感じていたことがうかがわれる。

## (2) SAAJ/PPS 第1次草案を策定

パフォーマンス報告基準研究会では、まず生保、信託、投資顧問、投資信託など業態別にパフォーマンス報告の現状や問題点を検討した後、年金基金など運用委託サイドが要求するパフォーマンス計算、報告等の実情についても検討した。この間、AIMR-PPSについても、AIMRの当事者が来日した機会をとらえて、その運用実態や問題点等について意見交換を行い、理解を深めた。そうした研究成果を踏まえたうえで、1996年7月に研究会の下部組織としてパフォーマンス報告基準起草委員会（主査：明田雅昭野村総研投資分析サービス部長）を設け、草案の策定作業に取り掛かった。策定に当たっての基本理念は

次の5点であった。

- ① 完全な開示 (Full Disclosure)
- ② 公正で正確な表示 (Fair and Accurate Representation)
- ③ 妥当性と柔軟性をもっていること (Valid and Flexible)
- ④ 理論的に正しいこと (Theoretically Right)
- ⑤ 国際的に通用すること (Global Standards)

起草委員会は19回にわたって検討を重ね、翌97年11月に、投資パフォーマンス報告基準草案(第1次草案)および基準解説案をパフォーマンス報告基準研究会に提出した。起草委員会の作業が予想外に長引いたのは、検討の過程でよりどころとしているAIMR-PPSの改訂が行われたり、AIMR主導の下に各国の専門家で構成する国際パフォーマンス報告基準小委員会が、米国基準をより一般化したグローバル投資パフォーマンス基準(Global Investment Performance Standards: GIPS)の草案を第1次案から第3次案まで次々と出してきたといった事情に加え、PPSをわが国の実務に当てはめた場合を想定しての議論、検討に多くの時間をかけたためであった。第1次草案がまとまったところで、『証券アナリストジャーナル』97年12月号は「PPS—パフォーマンス報告基準」と題する特集を組み、その基礎概念の解説や基準草案の要綱、パフォーマンス報告基準研究会メンバーによる座談会等を65頁にわたって掲載した。

### (3)「日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準(SAAJ/IPS)」を制定

研究会はこの第1次草案をベースに議論を重ね、修正を加えて、翌1998年8月に「投資パフォーマンス基準(草案)」を公表した。草案の構成と配列はGIPSに倣い、また基準の各項目の内容と運用上の考え方などは、AIMR-PPSおよびGIPSの双方を参照し、これにわが国固有の制度や業界慣行を反映した基準を加えた。この基準に準拠したパフォーマンス提示を国際的にも通用するものとするため、この基準にはGIPSの核心となる諸基準をすべて取り入れた。基準の名称についてもPPS(Performance Presentation Standards)からIPS(Investment Performance Standards)に改め、「日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準(SAAJ-IPS)草案」とした。

草案の記者発表に先立って、安田専務理事は、信託協会、生保協会、投信協会、投資顧問業協会などの運用関係諸団体や大蔵省など関係官庁を個別に訪問し、SAAJ-IPS草案についての説明を行った。当時、わが国の運用業界では業

界ごとの縦割りによる縄張り意識が強く、そうした中で当協会が投資パフォーマンス基準案を作成したことへの思わぬ反発を招かぬよう、事前に各協会を訪問して理解を得ることが必要と考えられたのである。

また、当協会では、この草案について、会員をはじめ広く各界から意見や質問を受ける期間を設けた。その際、草案を周知し意見・質問を受け付ける手段の一つとして、当協会にインターネット・ホームページを暫定的に開設した。また、基準に関する質問について、その回答を検討し作成するために「投資パフォーマンス基準研究会小委員会」（明田雅昭委員長）を設置した。

研究会は、関係各界から寄せられた意見および99年2月に確定版が公表された「グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS）」の内容を検討したうえで、上記草案に所要の修正を加え、最終版として確定（99年6月に当協会理事会で承認）し発表した（実施は2000年4月）。当協会はこの基準の性格について、「倫理的な基本原則を示したものであり、資産運用会社が既存顧客および見込顧客に対し運用パフォーマンスを提示する場合の自主的なガイドラインとして制定されたものである。その意味で、本基準は任意基準であり、準拠を強制するものではない。しかしながら、資産運用会社が運用パフォーマンスを共通のルールに基づいて示すことにより、その信頼性を高めるとともに、資産運用会社の運用力の比較を容易にすることを目的としており、運用会社、顧客双方に資するものと考えられる」と説明している。なお、本基準の理解と普及を促進するため、当協会は98年12月と99年9月に特別セミナーを開催した。

#### （4）投資パフォーマンス基準委員会への改組

当協会の投資パフォーマンス基準（SAAJ-IPS）にコア基準として含まれているグローバル投資パフォーマンス基準（GIPS）について、その解釈、改訂作業等を担う国際組織として投資パフォーマンス協議会（IPC：Investment Performance Council、事務局はAIMR）が2000年2月に設立された。当協会ではIPCの活動に積極的に参画するため、投資パフォーマンス基準研究会から2名の委員（榎原洋、明田雅昭）をIPCに派遣したほか、IPC傘下の7小委員会のうち四つの小委員会、すなわちInterpretations（藤林宏）、Verification（清水康雄）、Country Standards（榎原洋）、Leverage/Derivatives（明田雅昭）に参加した。

当協会では、IPCおよびその小委員会での活動に組織的に対応していくため、2000年12月に「投資パフォーマンス基準研究会」を「投資パフォーマンス基準委員会」として改組・拡充し（委員長には研究会座長だった榎原茂樹神戸大

## パフォーマンスマフィア



GIPS（グローバル投資パフォーマンス基準）は、今やこれに準拠していなければ年金運用会社とは言えないほどわが国の運用業界に完全に定着している。GIPSの前身であるSAAJ-IPSの創設の時からこれに参画し、専門家として、また当協会の代表の一人として初期のGIPSの発展に貢献した明田雅昭は当時を振り返って次のように述べている。

「そもそもの出発点は米国AIMRが開発した『AIMR-PPS（1993年版）』。自分は当時、野村総合研究所で資産運用会社向けの業務支援ビジネスを担当し、パフォーマンスの測定・分析の仕事に深く関わっていたことから、将来必ず日本でも重要になると直感し、当協会に翻訳を提案、自ら翻訳して『証券アナリストジャーナル』の94年5月号から10月号にかけて掲載した。その後、当協会のパフォーマンス報告基準研究会のメンバーとなり、SAAJ-IPSの創設にこぎつけた。その直前に国際共通基準を目指したGIPSが生まれ、これに関する国際的な検討機関としてIPCができ、自分は日本議席の副代表（正代表は兼原洋）およびレバレッジ/デリバティブ小委員会の委員となった。

IPCおよび小委員会のメンバーは、それぞれの分野の専門家である。中でも主要メンバーは年2回米国、欧州、アジアの各地域持ち回りで開かれるIPC会議およびその合間に行われる電話会議などで絶えず接触しており、お互いに大変親しく、彼らの間の事前の根回しで会議の大勢が決まることが多かった。自分は彼らのことを、ひそかにパフォーマンスマフィアと呼んでいた。自分にとっては言葉のハンデイもあり、国際会議への参加は負担も大きかったが、長い間一緒にやっていると自然に親しくなり、コミュニケーションも図れるようになってきて、今では良い思い出になっている。

IPCの会議の出席については、各議席の正代表にのみAIMRが旅費等費用を負担していたが、当協会はGIPSを重要な問題ととらえ、力を入れていたので、費用を出して副代表の自分をIPC会議に参加させていた。その後のGIPSの統治機構や所有権の問題等でも、各国協会の中でしっかりと組織的に対応していたのは、米国を除けば日本協会だけだったように思う。GIPSへの貢献度という意味では、米国協会の寄与がとび抜けて大きいのが、2番目が当協会、後は協会ベースではなくあえて言えば個人ということだと思う。日本がGIPSの運営面でもコンテンツ面でも大きな役割を担うことは、その活動をより公正で高度かつ緻密なものとすることに貢献すると信じている。」

学教授が就任)、同委員会の傘下に「解釈小委員会」(明田雅昭委員長)および「検証小委員会」(山手章委員長)を設置した。「解釈小委員会」においてはSAAJ-IPSに関する質問事項に対し、専門的見地から検討を行い、質問者に対する回答の作成ならびにQ&A形式での当協会ホームページでの発表を随時行っていくこととした。「検証小委員会」においては、日本公認会計士協会での検討が進められていたSAAJ-IPS検証に関する実務指針(案)に関する審議を行った(基準に準拠することを表明した資産運用会社は、会社が基準に従っていることを証明するために、独立の第三者<監査法人等>による検証を受けることが奨励される)。

### (5) SAAJ-IPSの再編成

IPCは、2000年9月に、各国でGIPSを採用するための方式として次のいずれかによるべきことを決定した。すなわち、①GIPSにさらに各国固有の法規制等に基づき最小限の基準を追加して当該国の基準とするCVG(Country Version of GIPS)方式か、②GIPSそのものの翻訳版を当該国基準とするTG(Translation of GIPS)方式である。

SAAJ-IPSは制定時点で既にGIPSのすべてを含んでいたが、当時はIPCもCVG方式も存在していなかったことから、条文の順番など様式面でCVGに基づいていなかった。そこでSAAJ-IPSを改訂することによりCVG方式を採用することとし、SAAJ-IPSをCVG方式に再編成するため、01年7月にSAAJ-IPSエンドースメント・タスクフォースを設置して作業を行い、02年1月にSAAJ-IPS改訂草案として公表した。改訂草案は、受け付けた意見等に基づき所要の修正を加えたうえ、02年4月に理事会の承認を得、同年6月にIPCからCVGとしての認証を得た。改訂SAAJ-IPSは同年10月1日に発効した。

CVGの基準設定主体(日本では当協会)には、基準のコアであるGIPS部分について、IPCの定めるGIPSに関する解釈を適用し、また、GIPSが改訂された場合にはその改訂を採用することが義務付けられている。このため投資パフォーマンス基準委員会およびその傘下の解釈小委員会、検証小委員会では、IPCから公表されたGIPS解釈および改訂に関する各種草案について検討を行い、積極的に当協会としての意見書をIPCに提出した。また、IPCベルリン会議(02年9月)および同バンクーバー会議(03年3月)にそれぞれ委員2名が出席し、IPCの組織運営、各国基準の認証、GIPSの解釈、将来の改訂の方向性等について意見表明を行った。

この間、改訂SAAJ-IPSがCVGとしての認証を受けたのを機に、02年9月、

---

当協会では「投資パフォーマンス基準（SAAJ-IPS<sup>(R)</sup>）－日本版 GIPS として改訂（2002 年 4 月版）」という冊子を発刊したほか、GIPS 解釈および将来の改訂の方向性について広く関係者の理解を得ることを目的に、「改訂投資パフォーマンス基準（SAAJ-IPS）と実務上の問題」というテーマでセミナーを開催した。



# 1. 個人の証券市場への参入促進に向けて

## (1) 個人金融資産の活性化のために

バブル崩壊後、銀行の金融仲介機能が低下している中で、日本経済が活力を取り戻し、発展していくためには、間接金融から直接金融へのシフトが重要であり、そのためには証券市場の活性化および当時 1,400 兆円に上るといわれた個人金融資産の活性化が不可欠との認識が強まっていた。こうした観点から、政府や関連業界では、個人の証券市場への参加促進に向けて具体的な種々の方策を実施に移しつつあった。

こうした状況下、2003 年 8 月の理事会では金子会長から、当協会として個人投資家にどう働き掛けていくべきかとの問題提起があり、さまざまな議論が行われた。これを受けて事務局で検討を重ね、協会としての現状認識、基本方針ならびに具体的な対応を取りまとめ、理事会の承認を経て「個人投資家の証券市場への参入促進のために当協会が果たす役割について」という文書の形で同年 12 月に対外公表した。

この中で、「証券アナリストおよび証券アナリスト協会は、特に昨今の情勢下では、事情の許す限り個人の証券市場への参入促進の面で具体的に貢献していくことが重要かつ適当である」としたうえで、その推進に当たっての基本方針として以下の 4 点を掲げた。

- ① 将来の証券アナリスト人口の増大、裾野の拡大につながる事業を新規に導入することとし、この延長線上で個人投資家の育成を展望する（前述の「証券アナリスト基礎講座」および「検定会員候補者」制度が 2004 年度からスタート）。
- ② 当協会の保有する資源、すなわちプロである証券アナリストの知恵やノウハウを学校教育や社会人教育の場で活用できるよう、関連団体等との連携を含め、当協会の体制を整える。
- ③ 当協会の保有する各種情報を、可能な限り個人投資家に対して提供することとし、同時に企業に対して個人投資家向けディスクロージャーの推進を働き掛ける工夫をする。
- ④ 個人投資家を含めた市場の信認確保に向けて、証券アナリストにとって最重要課題の一つである職業倫理の高揚等に引き続き努力する。

協会では従来からの活動に加えて、この基本方針に沿って個人投資家の証券市場参入を意識したさまざまな施策を展開した。



## (2) ディスクロージャー研究会の取り組み

まず、企業のディスクロージャーやIRに関しては、当時、フェア・ディスクロージャーの観点から、個人投資家を含め投資家にできる限り公平な情報提供を行うべきとの認識が高まっており、個人投資家の積極的な株式市場への参加を促すためにも、個人投資家への情報提供の充実が重要と考えられた。

ディスクロージャー研究会では、こうした状況に対して研究会としてどう取り組むかを検討する検討小委員会を2003年9月に設置した。小委員会の検討結果を受けて、ディスクロージャー優良企業選定制度の運営に当たり、企業のホームページ等における情報提供などに関する評価項目を導入するという方向性が打ち出され、小委員会ではまず、その実情を把握するためのアンケートを04年2月に実施した。この結果と併せ、ディスクロージャー優良企業選定制度のあり方を検討した結果、05年1月に評価項目の見直しおよび新たな取り組みの導入等を決定した。すなわち、①新しい評価項目として、フェア・ディスクロージャー、コーポレートガバナンスに関連する情報開示、四半期情報開示を取り上げる、②従来の優良企業（1位）表彰および改善が著しい企業の表彰に加え、連続して上位（3回連続2位ないし3位）を維持している企業についても表彰する、③従来の業種別優良企業選定とは別に、新興市場銘柄を対象にディスクロージャー優良企業を選定する、④個人投資家向け情報提供に特に優れた企業を別途表彰する、などである。これに伴って、従来の業種別部会のほかに、新興市場銘柄専門部会および個人投資家向け情報提供専門部会が設けられた。

05年度から始まった新興市場銘柄に係る優良企業選定については、テレウェイブ、シチズン電子、エン・ジャパンの3社が最初の受賞者となった。個人投資家向け情報提供については、三菱商事、日本電産、住友信託銀行がそれぞれ受賞した。

## (3) 協会による個人向け情報提供

当協会では、個人向けを含め、情報提供事業の対象範囲をより広くするための施策も打ち出した。

すなわち、産業研究会の会社説明会については2004年度から、開催会社の同意を条件に学生の見学参加と報道関係者の参加を認めることとした。また当協会のホームページに掲載した会社説明会要旨を説明会開催企業のホームページに掲載することを勧め、協会ホームページとの同時掲載が広く行われるようになった。

05年度からは、非会員個人を対象に有料制の「日本証券アナリスト協会 IR クラブ」を発足させた。IR クラブのメンバーには会社説明会要旨等の閲覧や講演会への会員料金での参加を認める仕組みとし、企業の内容を研究したうえで投資先を選びたいという個人投資家のニーズに応えた。初年度末の IR クラブ会員数は 94 名であった。

06年度および07年度には個人向け会社説明会を試行的に実施し（2～3日間ずつ5回にわたって開催）、08年度からは開催会社から費用を徴収する形で正式に実施することとした。初年度は東京地区で4回（説明会社数79社、参加者数延べ5,055名）であった。また大阪地区では2008年度に開催費無料（会場実費のみ徴収）で3回試験的に開催した（会社数18社、参加者数延べ1,634名）。大阪でも翌年度以降は本格実施とし、開催企業から費用を徴収することとした。



個人向け会社説明会 2006年9月

個人向けの情報提供および地方会員に参加の機会を設けることを目的に主要地方都市での講演会の開催も始めた。その第1回目は04年12月、金沢市で、日本証券業協会北陸地区協会と石川県金融広報委員会の後援を得て、日本銀行金沢支店長を講師に「最近における金融経済動向」というテーマで開催された。その後、福岡、札幌、仙台、広島でも講演会を開催し、現在に至るまで継続して実施されている。

このほか、05年度には、当協会の検定会員から講師を公募し、要請に応じて学校や社会人セミナーに講師を派遣する「講師派遣制度」をスタートさせた。初年度の派遣講師の登録は19名、派遣実績は2件であった。

#### (4)「地方交流会」の創設

主要地方都市での講演会開催の折などに、参加地方会員から、地方会員の組織化、それを通じての勉強会や講演の実施、会員の親睦などを希望する声が聞かれた。当協会ではかねてから地方会員に対するサービスの向上が必要と考えていたことから、2008年2月にこうした要望に応じて「地区交流会」を創設する方針を固めた。

「地区交流会」は、各地の会員の組織化を進め、それを通じて会員の切磋琢磨を図り、また、懇親の実を上げることを目的としている。地方会員の中から、

こうした趣旨に賛同し幹事役としてボランティアで活動する意思のある会員を協会が「地区連絡員」として委嘱、交流会はこの地方連絡員が中心となって自主的に運営することを原則とし、協会がこれをサポートする仕組みである。

福岡（九州地区）の神園龍一会員からこうした交流会創設への要望が出されていたことから、福岡をいわばテストケースとして優先することとなり、同氏に幹事役の「地区連絡員」を依頼して交流会発足に向けて準備を進めた。08年6月には九州



九州地区交流会の発足

州地区（山口県を含む）在住の検定会員を対象とする「九州地区交流会」が発足し、第1回の会合が福岡で開催された。この会合には福岡、宮崎、佐賀、山口の4県から、さまざまな業種に勤務する22名が参加、協会からは萩原専務理事が出席した。参加者の自己紹介、地区連絡員の選出の後、今後の活動方針についての討議が行われ、会議の後には懇親会が持たれた。九州地区交流会はその後、年間4～5回のペースで講演会や勉強会を開催するなど活発な活動を続けている。

九州地区に続いて09年11月には名古屋で「東海地区交流会」が、10年10月には金沢で「北陸地区交流会」が、11年9月には札幌で「北海道地区交流会」が、12年3月には大阪で「関西地区交流会」が発足し、それぞれの地区在住の検定会員によるいわば草の根の勉強会、親睦会の輪が広がりつつある。

## (5) 大学との連携

証券分析に関する知識の普及とともに、将来のアナリスト志望者を育てる狙いもあって、当協会では大学との連携強化にも努めた。その一つが寄附講座で、これは証券分析関係の講座を開設する目的のため、大学に対して寄附金または講師派遣（あるいはその両者の組み合わせ）の形で寄附を行うものである。08年度上期に立命館大学に開設した「金融・証券分析の基礎」がその第1号であり、寄附金贈呈とともに前述の講師派遣制度を活用して講師を派遣した。この講座は単位として認定されるもので、15回にわたって講義が行われ、基本テキストとして当協会の『証券アナリスト基礎講座テキスト』が使用された。同大学ではその後も継続してこの講座が開設されている。こうした寄附講座は、証券分析に関してより実践に近い講座を提供したいとの大学側のニーズにも合致しているため、青山学院大学、関西学院大学、同志社大学、関西大学にも広

がっている。いずれも基本テキストとしては『証券アナリスト基礎講座テキスト』が使用され、当協会から講師が派遣されている。このほか、京都大学大学院で09年度から10年度にかけて文部科学省の金融専門人材養成プログラムとして「証券市場ケース分析」が開講された折には、当協会から実務家を講師として派遣した。また、学習院大学、新潟大学、九州大学ほか数多くの大学からスポット的に証券アナリストについて講義してほしいとの依頼があり、これらに対しては協会事務局から講師を派遣した。

検定会員等の資格保有者に特定の講座の出願資格を与える動きもある。例えば、京都大学経営管理大学院では、検定会員またはCIIA（国際公認投資アナリスト）資格保有者に対して同大学「ファイナンス会計プログラム・1年半コース」への出願資格を与えている。また立命館大学経営大学院では、証券アナリスト第1次レベル試験合格者に同大学「自己推薦入学試験コース」への出願資格を与えている。

## (6)「アナリスト・レポート作成の際の留意事項」を公表

個人投資家を含めた市場の信認確保に関しては、規律委員会（北村一男委員長）が会員の執務参考資料として「アナリスト・レポート作成の際の留意事項」を取りまとめ2003年5月に公表した。この中では、表現・表記の適正さを確保するという観点から留意すべき当協会の職業行為基準や、日本証券業協会の理事会決議等の規定を整理して記述するとともに、事務局が実施した証券会社からのヒアリング結果も踏まえて、投資家をミスリードしないという観点や、証券アナリストとしての社会的信用を維持していくという観点から、留意することが望まれる事項を列挙している。

後者については、以下のように極めて具体的、実践的な記述がなされている。

- ① 美辞麗句は避けることが望ましい。
- ② アナリストが過去に行った投資情報の提供、投資推奨につき的中した事例をことさら強調した記述は慎重に。
- ③ リスクファクターについての記述は個人投資家が投資判断を行うに際しても有益な情報となる。リスクファクターを想定しそれに対する説明を記述することは、アナリスト自身が、自らの予測の確度についての検討を深めるという意義もある。今後はリスクファクターの記述をできるだけ行っていくことが望ましい。
- ④ 発行会社に対しても健全な常識に基づく対応が必要である。分析の結果ネガティブな結論が出た場合でも、発行会社に遠慮することなくこれをレ

ポートに記述するのが当然である。しかし記述に当たっては、論理的で冷静であるように努めるべきで、不適切な表現をしたために発行会社との間で無用の摩擦を生じることのないよう注意すべきである。

規律委員会による留意事項の公表と同時に、当協会は「発行会社の証券アナリストに対する見方・意見」と題して、発行会社に対して行ったヒアリング結果の概要を発表した。証券アナリストと発行会社との間にできる限り信頼関係が確立され、適切なコミュニケーションが行われることが望ましいと考えられたためである。

この文書の冒頭の「証券アナリストへの対応」の項では、①近年発行会社はIR活動の充実を図っており、専担の部署を設け、担当者には当協会の検定会員ないしそれに準ずる専門的知識を有する者を充てている、②会社は証券アナリストをIR活動の最も重要な対象と位置付け、情報提供、応接、工場見学等の対応を充実させるよう努めている、③会社からの情報発信に努める一方で、IR担当者は、公表されたその会社のレポートをチェックし、誤りがないか確認するとともに、レポートに示されたアナリストの見解を経営陣にフィードバックすることを重要な任務としている、とまとめている。

次に、「証券アナリストの評価に対する対応について」では、①ヒアリング対象のすべての発行会社が、レポートにおける自社の評価自体についてはコメントしたりクレームを申し入れたりしない方針と述べている、②証券アナリストを「経営に対する問題提起者」、「市場の声の代表」、「業界について幅広い情報を持つ頭脳集団」等と形容しているところもあり、大部分の会社がネガティブな評価であっても経営判断の材料として生かすように努めている、としている。これらについてはヒアリング対象が16社と比較的少なく、また回答自体もややきれいごと過ぎる感も否めないとはいえ、数年前に比べて発行会社のアナリストに対する認識・評価が高まり、発行会社とアナリストとの関係も成熟してきたという印象を受ける。

また、「証券アナリストに対する意見」としては、言動等を含め概ね好評価ではあったが、ごく少数のアナリストであるがとの限定付きで、以下のような苦言が聞かれたことも指摘して、アナリストに警鐘を鳴らしている。

- ① 投資家を代表しているという意気込みが強過ぎるせいか、要求する情報を会社が出すのは当然という態度を取る人がいる。
- ② アナリストが公開の席上で、経営トップを相手に強い調子でその経営方針を論難し、経営はかくあるべしと主張したことがあったが、議論を行う

場合でも相手方に対する相応の敬意は表すべきであるし、また多数の要素が複雑に絡む経営のあり方について一方的に自分の考えを主張するのはどうか。

- ③ 個別取材において、会社から話を引き出したいために故意に挑戦的な話し方をしている印象を受けたことがあった。
- ④ 取材の以前から先入観に基づきレポートのストーリーないしシナリオを決めており、それを裏付けるために組み上げた質問を行っているのではないかとの印象を受ける場合がある。

## (7)「証券アナリスト職業行為基準実務ハンドブック」を大幅に改定

2001年初に始まり約3年にわたって続いてきた証券アナリストの利益相反問題に関する議論については、04年春には、国際的にも、またわが国においても関係者の対応策も出そろい、一応の区切りがついた。この機に合わせて、協会がこれまで公表した規律委員会の文書をはじめ、証券アナリストの職業倫理を考える際に参考となる資料を一冊に収録した『職業倫理を考えるために—ルールと参考資料—』を、04年3月に刊行し全会員に配布した。また、04年9月には、『証券アナリスト職業基準実務ハンドブック』の大幅な改定を行い、全会員に配布した。これは、利用者の読みやすさ、使いやすさを向上させる観点から全体の構成を変更するとともに、想定事例についても所要の見直しを行い、さらに各項目の解説において、当該項目と関係の深い日本証券業協会の自主ルールを適宜引用、紹介したものである。

## 2. 『証券アナリストジャーナル』の見直し

証券アナリストジャーナル編集委員会（太田八十雄委員長）では、2003年2～3月に実施した読者アンケートの結果を踏まえて検討を重ね、同年6月に「証券アナリストジャーナルの編集方針」および「編集方針見直しのための具体的な施策」を決定した。

『証券アナリストジャーナル』の読者層がさまざまな分野に広がっていることに加え、資産運用や証券・金融業の現場に若手・中堅世代の会員が増加しつつあり、これらの読者層のニーズに応えるという見地から編集方針を改めて見直したものである。

新たな編集方針は、「証券投資分析を主たる対象とし、その分野での理論と

実践の架け橋を指向する」という基本理念の下に、「多様な読者層への対応と専門誌としての質の充実」を目標に掲げた。具体的な方針は以下の通りである。

① 多面的な論文構成

できるだけ多様な読者層に共通するテーマ設定を考える。論稿の内容も専門的なものから、専門家以外でも理解が容易なものまで、多様性を持たせる。

② 各論文の位置付けの明確化とサーベイ論文の導入

特集論文については、テーマ全体の問題意識の中で、各論文の位置付けを明確にするよう、編集会議で検討する。また、できればテーマ全体を鳥瞰できるようなサーベイ論文を準備する。

③ ケーススタディ、座談会やインタビューなどの企画の導入

④ 教育的要素の組み込み

若手・中堅世代の増加に対応し、継続教育という観点を重視した論文やセミナー、論稿も取り込んでいく。

また論文の書き方、内容については、「難解に過ぎない」、「読みやすくかつ質の高い」、「特殊専門分野に偏り過ぎない」を編集方針とした。

これに基づき、複数の特集テーマの設定や、一般テーマ論文、サーベイ論文、座談会など幅広い企画の導入、専門的な記述や数式の抑制や見やすく親しみやすいレイアウトの工夫、従来の「随想」を改題した「視点」への識者によるエッセイの掲載など、専門誌としての質を高めながら、多様な読者層に読んでもらえるように内容の充実を図った。

『証券アナリストジャーナル』の編集方針については、5年後の08年10月にも見直しが行われた。この時の見直しでは、03年見直しの基本的な編集方針は維持しつつ、多様な職種の会員読者のニーズに応え、また、より親しみやすくなるよう、①産業・企業分析関係の論稿を定期的に掲載していくこと、②経済・金融関係の分析についても随時取り上げていくこと、③読みやすさに配慮して、全体としてコンパクトな編集に努めること等を盛り込んだ。

## 3. 国際協力事業の新たな展開

### (1) アジア協会の発展に注力

当協会は ASAF の会長もしくは副会長協会として、長期戦略の検討や各委員会のアクションプランの策定・実施など各種共同事業に積極的に参画し、推進した。例えば2003年には、Advocacy（提言）委員会のメンバーとして、

ASAF の考え方を取りまとめた二つの Position Paper（「株価センシティブな重要情報の開示問題」および「証券アナリストによる調査レポート作成における利益相反問題に関する提言」）の作成に参画し、日本証券業協会など関係先に配布するとともに当協会ホームページにも掲載した。

国によって証券市場やアナリスト制度の発達度合いがかなり異なるというアジア地区の特性から、ASAF では比較的小規模な協会を支援することに力を入れてきた。その一環として、当協会が委員長を務める教育委員会では、2003年に北京で開催した ASAF 大会の折にメンバー協会向けの教育セミナーを開催し、当協会からも講師を派遣した。このほか、タイ、マレーシア、フィリピン、インド等で ASAF 大会や理事会が開催された場合には、理事会メンバーが現地の証券取引所や監督当局等を訪問し、証券アナリストの重要性や CIAA 試験について説明するとともにその国の証券アナリスト協会への支援を要請した。

また、01年1月に ASAF に加盟した中国証券アナリスト協会からは引き続き当協会に対して支援要請があり、01年中に次のような協力を行った。

- ① 中国証券アナリスト協会の訪日団9名を受け入れ、証券アナリストの教育・試験制度および継続教育プログラム、企業情報ディスクロージャー等に関するセミナーを実施（4月）。
- ② 上海で開催された中国証券アナリスト協会セミナーにおいて、由良顧問ほか1名が「証券アナリストの職業倫理」および「調査部門業務と証券アナリストの養成」についてスピーカーとして参加（8月）。
- ③ 国際協力事業団（JICA）が東京に招いた中国証券監督管理者研修生7名に対して、当協会の活動状況、証券アナリスト試験制度、証券アナリストの職業倫理に関するセミナーを実施（11月）。

このほか、02年7月には法務省の依頼により、ベトナム証券法制整備研修団（団員10名）に対し、「日本証券アナリスト協会の概要」と「証券アナリストの役割」に関する研修を実施した。

01年12月の ASAF 年次総会では、当協会萩原専務理事が ASAF 会長に互選され、教育委員会委員長、ASAF 代表 ICIA 委員にも選任された。02年10月の年次総会では、事務局運営の円滑化、効率化を図るため事務局機能の一部（Manager's Office）をシドニーから東京（当協会内）に移転することが決議され、マネジャーを当協会の職員が兼務することとなった（これに伴い受託手数料＜当初年間約4百万円＞を ASAF から受け入れ）。当初は当協会が会長を務める期間に限るということであったが、05年10月に会長を香港協会に引き



継いだ後もそのままの体制が維持され現在に至っている。なお、登記上の本部は従来通りシドニーに置かれ、決算、監査等はシドニーで行われている。ASAFについては前身のASACの時代から当協会が主導的な役割を果たしてきたが、事務局機能の一部移転に伴い名実共に当協会がASAFの活動を牽引する体制になったと言えよう。

萩原会長の下での04年10月のASAF大会は、12年ぶりの東京での開催ということもあって、海外からの参加者54名、国内参加者281名という盛況であった。大会のテーマは「アジア経済と金融市場—独立と共存」。榊原英資慶應義塾大学教授の「アジアの経済発展と今後の課題」および劉鴻儒北京大学・清華大学教授の「中国の金融改革」という二つの基調講演の後、「日本の株式市場の展望」および「日本企業のアジア戦略」という二つのパネルディスカッションが生まれ、活発な議論が行われた。また大会の翌日には、高い技術水準を持つ中小企業（東京・大田区）の見学等が行われた。

ASAFの加盟協会数は01年1月の中国の加盟の後、02年にはイラン協会が加盟し14協会となった。しかしその後、活動が不活発で会費滞納が続いたインドネシア協会を2005年に除名、同様にフィリピン協会を2010年に除名せざるを得なかったほか、09年には、実質的に米国CFA協会の支部となっていたシンガポール協会が脱退し、11年には長期にわたり音信不通となっていたイラン協会を除名した。こうしたことから、メンバー協会は現在10協会（正会員8、準会員2）となっている。

この間、特に97年のアジア通貨危機以降、マレーシア、タイ、韓国などの証券アナリスト協会では、従来その地域の証券取引所から受けていた人的・財政的支援が、取引所の民営化や組織改革などの一環として廃止あるいは大幅に縮小されたり、これらの協会が行っていたアナリスト教育・試験制度が証券取引所傘下の教育機関に移管されたりした。またオーストラリア協会は、教育プログラムを米国系の会社に売却した。

こうした多くの協会の弱体化ないし内容の変化がASAF活動の停滞の一因となっているという認識もあり、08年3月ハノイでの理事会では、活動の活性化の観点から組織のあり方、幅広いメンバーを受け入れる仕組み、それに伴う名称・定款変更等につき議論が行われた。これを受けて、同年10月にバンコクで開催されたASAF年次総会で定款を変更し、①ASAFのメンバーとなる証券アナリスト協会の定義をより広くするとともに、連合会の目的と機能をより明確にすること、②従来の1国1協会から複数協会の加盟を認め、これに伴って議決権行使規定も変更すること、③名称をASAF（Asian Securities

Analysts Federation) から ASIF (Asian Securities and Investments Federation: アジア証券・投資アナリスト連合会) に変更することが決定された。

アジア通貨危機以降、アジアの多くの協会が弱体化してしまった背景には、これらの協会が自前の教育プログラムを持っていない、あるいは持っていたとしてもレベルが低いことがあった。これらの国では実質的には取引所が協会活動をサポートしていたが、通貨危機が起こると取引所は協会の面倒まで見ていられないということになり、アナリスト協会は収入源を失ってしまったのである。こうした状況の中で ASIF のメンバー協会の中には、ASIF の役割は advocacy (提言) 機能のみでよく、事務局も不要といった意見も出ている。しかしこうなると、単なる仲良しクラブとなってしまう、ASAC 創立当初からの「アジアに証券アナリストという職業を根付かせ、そのレベルアップを図る」という理想から大きく後退しかねない。当協会としては、近年存在感を増している中国証券アナリスト協会等と協力しながら、教育を原点としたアジア各国協会の協力体制を再構築すべく努力を重ねているのが現状である。

## (2) 国際共通資格制度の発展

当協会は国際公認投資アナリスト (CIIA) 試験制度の創設について主導的な役割を果たしたが、発足後も、同制度を運営する国際公認投資アナリスト協会 (ACIIA) の会長または副会長協会として、制度の充実・発展のため力を尽くしてきた。

2002 年には ACIIA に新たに 11 協会が加盟し、合計 24 協会となった。その内訳は ASAF、EFFAS (欧州) の二つの連合会メンバーと 22 個別協会であり、地域別では欧州 15 協会、アジア 8 協会、南米 1 協会の構成となった。また、試験参加協会の数も着実に増え、03 年 3 月試験には日本を含め 8 協会が参加した。

中国は、中国証券業協会 (SAC) の傘下にある証券アナリスト協会 (SAAC) が 01 年 11 月に ACIIA に加盟した後、資格試験制度への参加が課題となっていた。03 年 11 月東京で開催された ACIIA 理事会の折には、中国の CIIA 試験制度参加に向けての特別会議を開催した。04 年 11 月に北京で ACIIA 理事会が開催されたのを機に、中国証券監督管理委員会 (CSRC) および中国証券業協会を訪問し、中国の CIIA 試験参加に向けての足固めを行った結果、06 年から中国も試験を実施することとなった。なお、中国は ACIIA 加盟協会を、06 年 6 月から従来の SAAC から SAC に変更した。

ACIIA および CIIA 試験参加国の拡大に向けての活動とともに、CIIA 資格

のブランド価値や認知度を高めることにもさまざまな努力が払われた。例えば、CIIA 資格保有者が他のアナリスト協会の会員になることができる制度（ポータビリティ制度）を推進したほか、当協会を含め一部の ACIIA メンバー協会では、外国の CIIA 資格保有者に対して自国の資格試験の一部免除を行う動きも出てきた（当協会は 06 年 11 月の理事会で海外の協会に属する CIIA 資格保有者が当協会の CMA 資格を取得する場合に、CMA 通信教育講座および試験の一部を免除することを決定）。また CIIA 資格を公的なものとして認定してもらうよう各国の監督当局等に働き掛けを行った。この結果、英国、香港、台湾等の当局が、証券関連業務従事者に義務付けている試験の一部免除の対象として CIIA 資格を認定している。このほか、スペイン（テネリフェ）、韓国（ソウル）、ルクセンブルグ、アルゼンチン（ブエノスアイレス）、ベトナム（ハノイ）等で ACIIA の年次総会もしくは理事会が開催された際には、主として現地金融界・証券界の人々を対象に CIIA 試験の概要や各地域ブロック経済の現状についてのセミナーを実施した。また 05 年 2 月には ACIIA 新メンバーに対する支援の一環として、当協会から台湾にミッションを送り、CIIA についての説明会を実施した。なお、CIIA 資格への信頼を確保するため、05 年 6 月スペイン（テネリフェ）で開催された ACIIA 年次総会では、「ACIIA 倫理行為基準」が採択された。10 年 11 月には ACIIA 設立 10 周年を記念して東京で CIIA10 周年記念セミナー（当協会主催、ACIIA・ASIF・EFFAS 後援）が開催された。



CIIA10 周年記念セミナー

CIIA 資格制度の運営面に関しては、歴史的な経緯から当初英国に置かれていた ACIIA 本部について、効率的な管理・運営を図るため、まず事務局機能をスイス・ジュネーブ近郊のビュラー（Bülach）に移し、その後 04 年の ACIIA 年次総会で本部を正式に同地に移すことを決定、同年 8 月にスイス法人として登記を完了した。05 年 9 月には、CIIA 学習用教材の提供を行うことを目的とする非営利法人 ILPIP（International Learning Platform for Investment Professionals：国際投資アナリスト学習教材提供協会、本部スイス）が当協会を含む主要な CIIA メンバーを発起人として設立された。

CIIA 資格制度はその後も順調な発展を続け、12 年 6 月末現在の ACIIA 加盟協会数は 37（ASIF、EFFAS の 2 連合会を含む）に達し、その地域はアジア、欧州のみならず中南米、アフリカにまで及んでいる。これまでに最終試験を実

施した協会は28、試験で使用可能な言語は11に上る。ちなみに、12年2月には、英国を拠点とするCISI (Chartered Institute for Securities & Investment) がACIIAに加盟した。英国をはじめ、世界の主要な金融センターにおける証券・投資従事者を構成員とするプロフェッショナル団体であるこの協会の加盟は、英語圏でのACIIAおよびCIIA資格の認知度を高めていくうえでの重要なステップと考えられている。発足以来のCIIA資格取得者数は6,573人となった。CIIAの受験者数も順調に増加し、日本ではCMAの上位資格として、第2次試験合格者の次の挑戦目標として定着してきている。

なお、CIIA試験は、01年の発足当初は加盟各国の準備が十分には整っていなかったこともあって、圧倒的にわが国からの受験者・合格者が多かったが、最近では日本以外からの受験者・合格者の割合が全体の約8割となっている。

### (3) GIPSのその後の動き

投資パフォーマンス報告の基準については、前述の通り、2002年10月に改訂SAAJ-GIPSがCVG (Country Version of GIPS) として発効した。CVGの基準設定主体(日本では当協会)には、基準のコアであるGIPS部分について、IPCの定めるGIPSに関する解釈を適用し、GIPSが改訂された場合にはその改訂を採用することが義務付けられている。こうした状況の中でIPCは05年に予定されていたGIPSの大幅な改訂に向けて04年2月に改訂草案を公表し各国に意見を求めてきた。当協会ではこれを日本語に訳して広く意見を求め、関係各方面から寄せられた意見について投資パフォーマンス基準委員会(榊原茂樹委員長)で検討のうえ、当協会の意見として取りまとめて04年7月にIPCに提出した。IPCは当協会を含む各国から寄せられた意見書を踏まえて修正のうえ05年に改訂を実施した。

この改訂により、それまでGIPS基準に規定のなかった不動産、プライベートエクイティに関する基準が新たに導入されるとともに、内容の整備・改善が進んだ。同時にIPCでは、各国におけるGIPS基準採用に関するガイドラインを新たに制定し、CVG方式を廃止してGIPS基準の英語版かそれぞれの国の言語に翻訳した“Translation of GIPS (TG)”のいずれかを採用することとした。これを受けて当協会では、投資パフォーマンス基準委員会での審議、了承を経て、05年12月の理事会で、06年1月1日をもって「日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準(SAAJ-IPS)」を「グローバル投資パフォーマンス基準(GIPS日本語版)」に切り替えることを決定した。

この時の改訂の過程でIPCは、改訂案確定の直前の段階で唐突に①CVG方

式を廃止してGIPS(英語版およびその各国語への翻訳版)に収れんさせること、および②ラップアカウントに関する項目を基準並みの扱いにすること、を明らかにした。当協会としてはその是非はともかく、公開草案にない重要な事項を事前の意見聴取もなく改訂案に盛り込むことに対して、手続き上問題があるとして異議を唱え、GIPSの統治機構について抜本的に見直すよう強く主張した。こうした主張を受けて、IPCおよびその事務局を務めるCFA協会では、各国のGIPSカントリースポンサーの意見をより反映させる方向でGIPS統治機構を見直すこととした。新しいガバナンス体制では、最高意思決定機関としてGIPSエグゼクティブコミティー(GIPS EC)を置き(IPCは解散)、その傘下に各カントリースポンサーの代表者から成るGIPS Councilを新たに設置することとした。新しい統治機構は06年に発足し、GIPS ECの9人のメンバーのうち、当協会からは栗原洋(中央青山監査法人)が選出された。また当協会はGIPS Councilの日本代表に職員を派遣するとともに、GIPS Council傘下のアジア太平洋地域委員会のメンバーとして、GIPS Councilおよび同地域委員会の活動に積極的に関与している。また、当協会の投資パフォーマンス基準委員会の委員数名が、GIPS ECの各種専門委員会やワーキンググループに参加している。当協会はこうしたさまざまな活動を通じて、基準の改定や解釈文書の策定に貢献している。

統治機構の見直しと同時に、著作権に関しても議論が行われ、差し当たりGIPSそのもの(英語版)の著作権はCFA協会が持ち、各国語への翻訳版はそれぞれの国が持つ、ただしGIPSに対しては各カントリースポンサーの貢献も大きいので、将来的にはGIPS英語版の著作権を各国でシェアする方向で検討することとなった。

なおGIPSについては10年1月にも大幅な改訂が行われ、現在はその翻訳である「グローバル投資パフォーマンス基準—日本語版—2010年改訂版」が適用されている(11年1月発効)。

当協会では、投資パフォーマンス基準の理解向上と普及のため、1998年以降年1回程度セミナーを開催してきたが、2010年以降は、実務的側面により重点を置いたGIPSセミナーシリーズとして年4回セミナーを実施している。

#### (4) SAAJ 国際セミナーの開始

1994年以来開催されてきた日米アナリスト協会による共同セミナーは、先方からの申し出により09年の第21回をもって終了することとなった。当協会はこれに代わるものとして、ACIIA、ASIF、EFFASの協力を得て、東京で



第1回 SAAJ 国際セミナー

国際セミナー（「SAAJ 国際セミナー」）を年1回開催することとした。

第1回の SAAJ 国際セミナーは、「金融危機後の資産運用戦略」というテーマで10年2月に開催された。2日間にわたるセミナーでは、5本の報告、パネルディスカッションおよび年金資産運用戦略に関するケース・スタディが行われた。このセミナーには、国内の講師6人に加えて海外からも3人の講師を招き、セミナー参加者は70名（うち海外から2名）であった。SAAJ 国際セミナーはその

の後毎年開催されている。

## 4. 証券アナリスト教育プログラムの改訂

### (1) 教育プログラムの抜本的な見直しに着手

当協会の証券アナリスト教育プログラム（通信教育講座・検定試験制度）については、1992年に大幅な見直しが行われてから10年強が経過し、この間の投資実務・理論の発展や受講者層の拡大・多様化など、環境の大きな変化に対して部分的な改訂では対処しきれない状況となってきた。そこで、04年5月開催の理事会では、教育プログラムの抜本的な見直しを行うことおよび改訂案策定のために「CMA プログラム改訂ワーキンググループ」を発足させることを決定した。

CMA プログラム改訂ワーキンググループは、新井富雄東京大学教授を委員長に、学界から9名、実務家から3名の専門家から構成されるワーキンググループとして、04年7月から05年3月まで17回に及ぶ会議を重ねた。会議ではプログラムの基礎となるCKB（Common Knowledge Base：基礎知識体系—証券アナリストが修得すべき学習項目を列挙したもの。かつてのBody of Knowledge：BOKを改称）についての検討をはじめ、通信講座テキストのあり方、その構成と内容、第1次・第2次試験の難易度など、さまざまな角度から検討を行い、05年3月に「証券アナリスト教育・試験制度の改訂に向けて」と題するワーキンググループ報告書を取りまとめた。この報告書は同年4月の理事会で承認され実施に移されることとなった。

## (2) 改訂の主な内容

ワーキンググループでは改訂の基本方針として、①最新のプログラム、②将来の状況変化に対応できる柔軟なプログラム、③学びやすいプログラムの3点を決定し、この基本方針に沿う形で次のような具体的な改訂案を策定した。

### イ. 最新のプログラム

新しい分野として行動ファイナンスと信用リスクモデルを取り入れるとともに、マイクロ経済学およびコーポレート・ファイナンスのウエートを大幅に引き上げることとした。

行動ファイナンスはバブルの発生など人間の行動の非合理性に起因する現象を心理学的手法を用いて解明しようという試みで、02年に提唱者の一人であるダニエル・カーネマンがノーベル経済学賞を受賞して注目を集めていた。また信用リスクモデルについては、既にクレジットデリバティブの売買を通して現実的なものとなっていた。

マイクロ経済学については、情報の経済学、ゲームの理論などを中心に近年大きく発展しており、企業分析にも広く応用されるようになっていた。コーポレート・ファイナンスに関しては事業会社側による投資判断や財務構成の考え方から発展した学問であるが、これも近年の発展は著しく、企業分析の上で極めて重要な要素となってきた。

### ロ. 柔軟なプログラム

第2次レベル通信教育講座の科目構成について、「職業倫理・行動規準」と「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」は変わらないが、「財務分析」を「コーポレート・ファイナンスと企業分析」に、「経済」を「市場と経済の分析」に変更した。テキストの冊数もこれまでは第1次、第2次共に各教科で8冊ずつのテキストであったが、改訂後は、第2次レベルの「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」が11冊、「コーポレート・ファイナンスと企業分析」が7冊、「市場と経済の分析」が6冊となった。科目名をより幅広い範囲をカバーするようなものに変更することによって、従来の縦割りにとらわれずに新しい理論や金融商品の発展を取り込むことを可能にすることが狙いであった。

### ハ. 学びやすいプログラム

この点についても次のように数多くの改善が行われた。

まず第一に通信教育で完結する教育体系に変更した。従来は基本テキストをベースに通信テキストはこれを補完するという体系であったため受講者にとっては負担が大きかった。新体系では、従来の基本テキストは原則

として「推奨テキスト」の扱い（試験の対象範囲には含まれないが、協会が割引購入を斡旋）となった。また、従来毎月送付していた通信テキストを各科目2冊ずつ隔月に送付することとした。アンケートでは計画的に勉強するために一括して、あるいは半年に一度まとめて送付してほしいとの希望がある一方で、まとめて送られてくると勉強する気をなくすといった声もあり、その中間を取った形となっている。第二に各科目のコア知識を明示するとともに、CKBについては第1次、第2次およびポストCMAと3段階にレベル分けを行い、テキストは第1次、第2次のCKBの範囲で執筆することとされた。ちなみにコア知識とは「例えば大きな投資顧問会社の経営者が共通して持っているような知識」あるいは「金融機関の中でどんな部門に異動しても素人扱いされない知識体系」をイメージしている（当協会金子教育第2企画部長）。計量分析と統計学の扱いについては、従来は第1次レベルで3冊のテキストとなっており多くの受講者にとって負担感が大きかった。これを改め、「計量分析と統計学」は第1次、第2次それぞれ1冊とし、学習の平準化・効率化を図った。第三に試験については第1次試験を年2回行うこととした。第1次試験は3科目に合格することが第2次に進むための条件であり、現行の年1回試験では1科目を僅差でミスしたために1年を棒に振ることが起こり得たのを改め、秋の試験で3科目合格になった人も翌年春の第2次試験を受験可能としたのである。また第2次試験の時間と難易度について、アンケートによると多くの受験者が時間のプレッシャーを感じているほか、短時間で多数の難度の高い問題に取り組むことから、結果として部分点の積み上げで合格が可能になってしまうという問題もあった。こうした状況に鑑み第2次試験について時間と難易度を見直すこととした。そのほか、第1次レベルの練習問題をインターネットで配信し、受講者が解答を返信することで、自己の成績と解答解説を得られるようにした。

### (3) 新通信教育講座の開講

改訂後の新通信教育講座は、第1次レベルは2006年、第2次レベルは07年に開講となった。新プログラムでの第1次レベル試験は07年に、第2次レベル試験は08年にそれぞれスタートした。なお改訂前プログラムの受講者に対する経過措置が設けられ、06年は改訂前プログラムによる第1次試験の最終年となるために、春試験と秋試験の2回の第1次試験を実施、07年は同じく第2次試験の最終年に当たるため、6月と12月に第2次試験を実施した。



新プログラムの実施に先立って、協会では06年3月に「CMAプログラム改訂発表会」を法人・賛助会員、検定会員、受講者を対象に開催した。発表会では、プログラム改訂ワーキンググループの委員長を務めた新井富雄東京大学教授の記念講演（「企業価値評価の考え方：近年のファイナンス研究の進展を踏まえて」）に続き、事務局よりCMAプログラム改訂について説明を行った。続いて東京、大阪で、法人・賛助会員の人事・研修部、大学関係者等を対象にプログラム改訂の内容と講座の運営方法について説明を行った。



新教育プログラム発表会

ちなみに、06年の改訂プログラム第1次レベル開講までには、ワーキンググループスタートに向けての準備期間、ワーキンググループによる検討期間、テキスト執筆期間を含めて4年の歳月を要しており、その後08年の新プログラム第2次試験実施までを1サイクルとしてとらえると、改訂のための所要期間は約7年間であった。

なお、01年8月以来5年強にわたって当協会会長を務め、萩原専務理事と共に変革期の協会運営をリードしてきた金子会長が06年12月に退任、副会長であった川北英隆京都大学教授が短期間会長代行を務めた後、07年4月には鈴木行生（野村ホールディングス取締役）が会長に就任した。鈴木は80年代後半に当協会インサイダー取引問題研究会およびその後身のディスクロージャー研究会の委員長を務めるなど、若いころから証券アナリストとして当協会の活動に関わってきており、当協会の歴史および実情をよく知る会長の誕生であった。

## 5. プライベートバンキング教育への取り組み

### (1) スイス証券アナリスト協会が新たな資格制度を開始

富裕層向けのいわゆるプライベートバンキングの分野において証券アナリストがどのように関わっていくべきか、そのための教育はどうあるべきかといった問題に先鞭をつけたのは、スイスの証券アナリスト協会（SFAA）であった。

2003年9月にスイス証券アナリスト協会の下部機構である投資専門家教育センター（Training Centre for Investment Professionals：AZEK）が、プライベートバンキング業のための新しい専門的資格として国際公認ウェルスマネ

ジャー（Certified International Wealth Manager：CIWM）を発足させた。これは、スイスの伝統的なプライベートバンキング業務をより幅広く富裕層向け顧客アドバイス業務としてとらえ、国際的な視点も含めて、それを担う人に必要な知識や倫理等を教育するためのシステムとして創設されたものである。スイス協会はCIWMの発足に先立って、ACIIAの共同運営国として親しい間柄にある当協会に対してこの制度の説明をするとともに、ACIIAを通じてこのCIWMを積極的にサポートしてほしい旨依頼してきた。当協会がプライベートバンキングの問題に接したのはこの時が初めてであった。

当時はこの問題に取り組むのは時期尚早という判断であったが、その後、わが国でも富裕層向けビジネスへの関心が高まってきたことから、当協会は05年7月に将来日本へ導入する可能性も含めてCIWM制度を検討してみるとの方針に転じ、同年8月には事務局員2名がスイスに出張して、カリキュラム、実施状況、ニーズなどの調査を行った。さらに同年11月には、スイス証券アナリスト協会の専門家を招いて、法人会員の人事・企画・個人投資家営業責任者を対象に、「スイスにおける個人富裕層向けアナリスト資格の普及と実践」と題する勉強会を開催した。

## (2) プライベートバンキング・ワーキンググループの発足

こうした準備作業を経て、協会事務局は2007年4月の理事会で「プライベートバンキング教育講座の検討について」と題する報告を行った。ここではこの問題に当協会が取り組む背景と今後の方針について、次のような説明がなされている。

- ① 近年わが国における個人金融資産をめぐる環境は大きく変化しており、多くの金融機関がプライベートバンキングないしウェルスマネジメント部署を設けるなど、積極的な取り組みを行いつつある。一方、個人投資家サイドでも幅広い総合的な運用に関するサービスへのニーズが強まっている。しかし、各金融機関の対応、サービスはまちまちで、またその業務に関わる者に対するあるべき教育の内容、レベルなどについても、依然模索中であるのが実情である。
- ② こうした状況に鑑み、証券分析の教育・資格付与を主たる業務としている当協会としても、この分野に関して先進的な欧米に倣い、ファイナンス分析の手法を取り入れた教育講座を本格的に検討する時期に来ていると考えられる。
- ③ 今後の段取りとしては、親密連携先であるスイス証券アナリスト協会の

教育プログラムを参考にして、早急にセミナーを開催することとし、そのための検討を行うワーキンググループを編成する。このセミナーでの成果、問題点等を一定期間かけて見定め、次のステップとして、資格制度導入の適否を含めて本格的な教育プログラムの整備について検討する。

上記の方針は理事会での討議を経て正式に承認され、報道機関にも公表された。同時に証券業界、金融業界等にもプライベートバンキング教育講座検討への協力を呼び掛け、ワーキンググループへの参加を要請した。その結果、証券、銀行、生保およびプライベートバンキングの専門家・実務家12名から成るワーキンググループが設置され、同年5月にはその第1回の会合が開かれた。

このワーキンググループの目的は、①ウェルスマネジャー教育講座策定を展望して、プライベートバンキング業務に携わっている証券、銀行、生保あるいは専門家から助言、指導を得る、②当面は、主要な証券、銀行等からウェルスマネジャー教育に関する共通のニーズを引き出し、ひいてはその部門の担当者に積極的に参加してもらえるようなセミナーを実現させる、③セミナーの成果等を見たと、ウェルスマネジャーに関する資格制度の導入の是非についても検討する、とされた。

### (3) プライベートバンキング・セミナーの開催

ワーキンググループでは、対象となる富裕層をどのように定義するか、取り扱う分野をどこまで広げるか、税法の問題をどう取り扱うか、どのようなケース・スタディが適当か等、さまざまな問題について熱心な議論が行われ、この結果を踏まえて2007年12月に「プライベートバンカーのための理論と実践」と題して第1回のプライベートバンキング・セミナーが開催された。

2日間にわたる五つのセッションは、プライベートバンキング実務に経験豊富な講師陣によって多面的な切り口から具体的なデータ、経験をベースに密度の濃いプレゼンテーションが行われた。ケース・スタディでは、「退職した60代元企業役員の資産運用」、「事業の将来を悩む70代企業オーナー」が取り上げられ、参加者がグループに分かれて熱心な議論が行われた。このセミナーの参加者は、証券、銀行、生保、税務会計、独立系ほか多くの業種から約60名に上った。参加者からは、「日本における富裕層ビジネスの現状についてのデータが分かりやすく、よく理解できた」、「海外プライベートバンキング業務やファミリーオフィスの話が有益だった」、「プライベートバンカーの人間力の重要性について明確な定義を聞くことができた」、「多くの隣接および異業種の方と交

流を行い、互いにならないものを吸収できるこの企画は画期的だ」など好評であった。

「プライベートバンカーのための理論と実践」セミナーは、この後08年12月に第2回、09年12月に第3回が開催され、プライベートバンキングについての知識の普及や問題点の把握に大きな役割を果たした。

#### (4) プライベートバンキング教育研究会の設置

3回にわたるプライベートバンキング・セミナーや、数回の補完セミナーの実績を踏まえて、当協会では2010年5月に「プライベートバンキング (PB) 教育研究会」を立ち上げ、この分野における教育プログラムの整備に本格的に取り組むこととした。

同研究会の役割としては、①PBに関する教育カリキュラムの作成、調査、情報の収集、および②PBに関する具体的な教育プログラムの企画・立案を行うこととされた。また既に設置されているPBセミナー・ワーキンググループは、PB教育研究会の下部組織として位置付けられ、PBビジネスに携わっている証券、銀行、生保等からの助言・指導を得るとともに、PBに関するニーズの掌握を目的とすることとされた。

PB教育研究会の委員には、関連する分野に熟知した実務家を中心に7名が選ばれ、座長には米田隆（株式会社AforL代表取締役）が互選された。10年6月に開催された第1回の会合で当協会萩原専務理事は次のように述べている。

「PBに欠かせないものは、知識やテクニックだけではない。顧客のニーズの多様性を踏まえると、プライベートバンカーには、知・情・意にわたる全人的なものが求められる。サービスのプロバイダーとしてだけでなく、受益者の側に立った視点が必要不可欠である。また、わが国における個人の金融資産の保有状況や人口構成などを念頭に置くと、いわゆるマス富裕層に対する定型化された対応、サービスも検討課題であろう。この研究会では、まずPBに関するCKBについて具体的な議論を進め、その後次のステップとしてテキストの準備や資格試験制度のあり方等も検討していただきたいと思う。」

これを受けて、PB教育研究会での議論が、事務局が用意したCKB素案をベースに始まった。ここでの議論を踏まえて、プライベートバンキングに関する基礎知識体系（PB CKB）案が取りまとめられ、11年1月には当協会ホームページおよび会員宛メールによってパブリックコメントの募集が告知された。寄せられたパブリックコメントを考慮したうえで同年5月には「プライベートバン

キング基礎知識体系 (PB CKB)」が完成し、当協会ホームページに公開された。当協会では今後 PB CKB を実務に即して見直すとともに、これをベースに PB テキスト教材を作成し、プライベートバンカーにとって有益かつ実用的な PB 教育プログラムの構築を図っていくこととしている。

## 6. 基幹コンピュータシステムの再構築

2007年1月の理事会で、事務局から基幹コンピュータシステムの再構築に向けて検討を進める旨の報告がなされた。これまで使用してきたオフコンシステムでは、効率化の推進や会員へのサービス向上に限界があることに加え、保守部品の確保も難しくなってきたことから、基幹コンピュータシステムの抜本的な再構築に取り組むことにしたのである。

再構築の基本的な方針は次のようなものであった。

- ① 現状の、教育事業と会員管理が別建てとなっているオフコンシステムから、これを一体化するとともに、全面的なオープン系システムに移行する。
- ② 既にウェブシステムが稼働している教育系（受講、受験関係）のみならず、会員系さらには広報、情報提供、調査・国際等を含めた業務全般についてウェブ化を進める。併せて情報サービスの充実を図る。
- ③ 個人情報保護、ハッカー対策等セキュリティには万全を期する。

この方針に従って、07年1月から、協会内各部署の主要業務の処理フローを分析・整理する作業が開始され、翌08年3月末までには、現状分析および要件定義作業が完了した。システム開発業務の委託に関しては、07年8月に開発業者3社から新システムの提案書の提出を受け、審査のうえ、(株)インターネットイニシアティブを選定した。08年度に入ってから、プログラム開発、システム基盤構築、運用・監視体制構築、移行作業、ホームページ制作に取り組み、09年1月からは、最終ステージとして機能、画面、帳票が要件通り作成されているかをシステム検証するとともに、新システムの運用に向けた協会職員サイドの操作の習熟訓練や運用体制の構築を実施した。テストを通じてバグ等を修正したうえで、新システムは当初予定通り09年3月にカットオーバーを迎えた。

これに合わせて、当協会ホームページも全面的にリニューアルされ、画面（ページ）の見やすさや使い勝手が格段に向上した。とりわけ、個人会員や受講者の利便性を高めるために新たに提供を始めた個人 Web 登録会員専用「マイページ」の機能により、登録している自己の個人情報の閲覧や変更、講演会・

セミナー、会社説明会の申込手続きが簡便化されたほか、『証券アナリストジャーナル』掲載論文の閲覧およびダウンロードなどが可能となった（無料、ただし Web 登録会員のみ）。会員のマイページ機能の利用を促進するために、協会ではホームページや会員向けメールを通じて Web 会員登録手続きを早めに行うよう強く勧めた。

新システムは、稼働開始直後は若干のトラブルはあったが、全般的には特に大きな不具合もなく、ほぼ順調に稼働している。また、会員向けサービス向上の観点から、証券アナリスト大会、講演会等の動画配信を試行的に開始した（09年10月）ほか、年会費の口座振替サービス（10年度会費から使用）の機能等を追加した。10年3月には『証券アナリストジャーナル』掲載論文のPDF化が完了、会員（無料）だけでなく、非会員（有料）にもダウンロードサービスの提供を始めた。10年7月にはアナリスト大会、講演会、セミナーについての動画配信を、視聴者を拡大（会員・受講者以外の一般の方も対象に含む）して、有料（アナリスト大会については、会員は無料）で開始した。

## 7. 会計基準の国際的統一に向けて

### (1) 会計基準と証券アナリスト

ここでは、まず、会計基準と証券アナリストおよび証券アナリスト協会との関係を整理してみよう。現代の会計基準は、投資家が意思決定をする際に有用であることを重視して開発されている。例えば、わが国の企業会計基準委員会（Accounting Standards Board of Japan : ASBJ）の討議資料「財務会計の概念フレームワーク」（2006年12月）では、財務報告の目的を「投資家による企業成果の予測と企業価値の評価に役立つような、企業の財務状況の開示」と定義している。そのうえで、「会計基準の設定に当たっては、原則として、一定以上の分析能力を持った投資家を想定すればよい」とし、「今日の証券市場においてはさまざまな情報仲介者が存在し、十分な分析能力を持たない投資家に代わって証券投資に必要な情報の分析を行っている。したがって、十分な分析能力を持たない投資家も、これらの仲介者を利用することにより、分析能力を高めるのに必要なコストを節減しながら証券投資を行うことができる」と述べている。ここで「さまざまな情報仲介者」として想定されているのは、まさしく証券アナリストであり、会計基準の策定に当たっては、投資家のいわば代理人としての証券アナリストによる分析に役立つことを目的とすべきと考えられているわけである。そうであれば、証券アナリストは会計基準を単に外から

与えられるものとしてではなく、自ら積極的に発言し、より良いものとしていくことが求められる。ただ、証券アナリストといっても幅広い分野で活躍しており、当協会の検定会員だけでも2万人を超える。こうした人々の意見を把握し、取りまとめて、対外的に発言するほか、会計基準をめぐる外部機関における審議、検討にも積極的に参画することがアナリスト協会の大事な役割となってくるわけである。以下では少し時代を遡って、証券アナリストおよび当協会が会計基準についてどのように意見発信をしてきたかを見てみよう。

## (2) 当協会の意見発信

当協会において意見発信の中心的役割を果たしている企業会計研究会（当初の名称は企業会計委員会）は1977年に設立された。前述の通り、設立の直接のきっかけは、各国の証券アナリスト協会の意見交換の場として設けられた国際調整委員会（ICC）が、企業会計基準の国際的統一問題について証券アナリストの立場から要望・意見を出そうと呼び掛けたことである。こうした経緯から企業会計研究会は当初は国際会計基準について意見書を提出してきたが、01年に財務会計基準機構（Financial Accounting Standards Foundation：FASB）が設立されたのを契機に国内基準についても意見書を提出するようになった。企業会計研究会のメンバーは13～14名で、実務家、学者、公認会計士らから構成され（11年度末の時点で座長は北村敬子中央大学教授）、意見書提出の都度開催するほか、企業会計基準委員会（ASBJ）の研究者との意見交換会の形式で開催することもある。研究会のメンバーの中には、企業会計審議会など会計基準関係の委員会の委員も多い。研究会での議論は、こうした外部の委員会等における発言としても生かされている。

証券アナリストが意見を表明するには幾つかの方式がある。例えば米国ではCFA協会の中に設けられた小委員会（Comprehensive Business Reporting Model Subcommittee）が活発に意見を発信している。欧州では会計問題に関心を持つアナリスト有志の組織として企業財務報告利用者フォーラム（Corporate Reporting Users' Forum：CRUF）があり、国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board：IASB）や米国会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board：FASB）に対して精力的に意見書を提出している。ちなみにCRUFは、テーマごとに議長は持ち回り、意見書への署名はそれに賛同した人のみが行うという自由な組織である。それらのやり方には一長一短があり、例えばCFA協会のような委員会方式は体系的かつ先鋭な見解を効率的に提示できるというメリットはあるが、そうした先鋭的な主

張がCFAの広い支持を受けているかどうかは疑問なしとしない。CRUFは、ボランティアとして参加したアナリストによる自由な活動であるという点が魅力であるが、体系的な提言を行うのは難しく、またバックとなる組織を持たないことは、発言を数で裏付けるといえる意味では弱いとも言える。

これに対して、日本の場合は当協会が随時実施するアンケート調査によって会員のコンセンサスとなる意見を確認しつつ、これを企業会計研究会という委員会組織を通じて発信する方式を採っている。CFA協会による委員会方式とCRUFのような草の根ボランティア活動方式のいわば折衷型で両者の長所を狙ったやり方と言える。もちろん、この方式が効果を発揮するためには、アンケート調査に答える側の個々のアナリストが、絶えず会計基準に関して問題意識を持ち、考え方を整理しておくことが必要であり、その意味でアナリストに求められるところは大きいと言えよう。

当協会による会計に関する最初のアンケート調査は05年2月に、4半期会計基準に関して、当協会内の会計および企業分析関係委員を対象に実施された。同年9月には、Eメールアドレス登録会員を対象に会計基準全般、特に国際財務報告基準(International Financial Reporting Standards: IFRS)とのコンバージェンスに関してアンケートを行った。この調査は会計に関する最初の体系的な調査で、974名から回答を得た(回収率8.3%)。アンケートの分析結果は、当協会ホームページで公表したほか、ASBJ、IASBの会合で直接説明した。その後も節目ごとにアンケート調査を実施し、企業会計研究会での議論の参考にしている。

アンケート調査の実施に当たって当協会として留意しているのは、意見を正確に把握することと同時に、アンケートに答えることが、回答者自身にとって知識の整理や問題点の掌握に役立つということである。この二つの目的を達成するために、アンケートの質問はなるべく具体的かつ詳細なものとするよう努めている。ちなみに08年11月に行った会計基準の金融危機対応に関するアンケート調査では、対象が極めてテクニカルであったため、3ページほどの解説資料を作成し、それを読んでから回答をしてもらうようにした。

このほか協会では、会員の会計問題に対する啓蒙活動として『証券アナリストジャーナル』と講演会を活用している。『証券アナリストジャーナル』では、1~2年に1回程度会計をめぐる問題の特集しており、また会計をテーマとする講演会や勉強会を年に数回開催している。これらを通じて、会員に会計について関心を持ってもらうことが、質の高いアンケート調査を行うために何よりも大事なことと考えているのである。



### (3) 国際財務報告基準（IFRS）に対する当協会の貢献

国際的な会計基準を策定しようという動きは1973年の国際会計基準委員会（IASC）の設立に遡り、その後長期にわたって同委員会が「国際会計基準（International Accounting Standards：IAS）」づくりを担っていた。その後、企業活動および資本市場のグローバル化の進展に伴って、世界的に統一化された会計基準が真に必要とされる状況となってきたことから、01年4月にIASCを発展的に解消して、新たに国際会計審議会（IASB）が設立され、同審議会が国際統一基準の決定権を持つこととなった。同時に、以後IASBが設定する国際会計基準の新たな名称を「国際財務報告基準：International Financial Reporting Standards < IFRS > 」とすることが決定された。ちなみに、IASBは、会計基準設定過程の独立性を確保するため、各国代表ではなく個人として選任された常勤者を中心とする組織である（11年末現在理事15名全員が常勤者）。既に存在するIASについては引き続き基準として有効とされ、IASBがIASの内容を抜本的に見直した場合には、当該IASを廃止し、新たなIFRSとして設定するが、改訂の内容が抜本的なものでない場合には、IASの改訂という形を採用することとしている。

IFRSについては、05年1月から欧州連合（EU）が採用したのをはじめ、オーストラリア、ブラジル、カナダ、韓国などが自国基準に代えてIFRSを採用している。米国については、02年にIASBと米国会計基準審議会（FASB）との間で結ばれた「ノーウォーク合意」に従って米国会計基準とIFRSとのコンバージェンス（収れん）を目指すという方向で動いてきたが、その後米国基準を廃止してIFRSを採用する方向に転換しつつあるといわれている。いずれにせよIFRSは今後唯一の世界共通基準として機能していくものと思われる。

こうした状況の中で、日本については07年8月に企業会計基準委員会（ASBJ）がIASBとの間で合意に達し、日本基準とIFRSとのコンバージェンスの期日およびそれに至る過程を明確にした「東京合意」を公表した。「東京合意」では、日本基準とIFRSとのコンバージェンスを達成する期日を11年6月までとした。これを受けて当協会は、IASBの活動に協力してIFRSの改訂作業等に積極的に参画している。例えば08年9月には、IASBが公表した討議資料「資本の特徴を有する金融商品」に関して、あらかじめ会員を対象に勉強会を開催し、参加者へのアンケート調査を実施したうえで、当協会としての意見書を取りまとめてIASBに提出した。また、08年12月にIASBとFASBが世界的な金融危機に関連した財務報告の問題点を検討する円卓会議をロンドン、ノーウォーク、東京で開催した折には、東京会議に当協会の担当理

事が出席し、意見を述べた。この意見陳述に当たっても、Eメールアドレス登録会員を対象に事前にアンケート調査を実施している。IASBが公開草案に関する意見聴取のために東京で開催した円卓会議（09年に4回開催）には、当協会の専務理事、担当理事が出席し意見を述べた。このほか国際会計基準に関するさまざまな国際会議には当協会の代表が出席し、IFRSの改善・開発に内部から参画している。ちなみに当協会の金子誠一は、IASBと世界のアナリスト代表との会議（資本市場諮問委員会<CMAC>）の委員および国際会計基準委員会財団（IASC Foundation：IASCF）の基準諮問会議（IFRS-AC）の委員に選出されている。

09年7月には、わが国にIFRSを円滑に導入するための「IFRS対応会議」が設立され、当協会萩原専務理事が委員に就任した。IFRS対応会議の下に設けられている「教育・研修委員会」には当協会参与、「個別財務諸表開示検討委員会」には当協会部長が委員として参画している。このほか10年1月には、IFRS対応会議傘下の広報委員会の依頼により、企業会計研究会、ディスクロージャー研究会、同研究会業種別専門部会の委員132名を対象に、IFRSについてのアンケート調査を実施した。また、10年6月には、当協会の検定会員でEメールアドレスを登録している17,363名を対象に、IFRSに関する包括的なアンケート調査を行った。このように、わが国でもIFRSの本格的な導入に向けての準備が着実に進められ、その準備過程に当協会も積極的に参画してきているのである。

## 8. 中期経営計画の策定

### (1) 中期経営計画策定の背景

2008年12月に、当協会として2回目となる中期経営計画（2012年度まで）が策定された。前回の03～05年度にかけての「中期ビジョン」は、バブル崩壊後の環境の急激な悪化に対応した協会運営全般にかかるリストラクチャリングであり、その後の新たなプロジェクトの推進、協会財務基盤の改善はこの時の計画によるところが大きかった。新たな中期計画は、4年後に迎える創立50周年という節目を展望して、協会のあり方を含めて経営全般を見直し、協会のさらなる発展を目指そうという趣旨のものであった。

当計画を策定するうえでの協会の基本的な認識ないし問題意識は、次のようなものであった。

- ① 近年における情報化、グローバル化、少子・高齢化の進展に加え、会員

数が2万人を超える大組織になっていること等、当協会の経営環境にいわば構造的な変化が見られる。

- ② これらに伴って会員（潜在的会員を含む）の職域やニーズの多様化が進展している。
- ③ 世界的にCFA協会が攻勢を強める中であって、CMAおよびその上位資格としてのCIMAもその対外的な競争力が問われるようになってきている。
- ④ サブプライムローン問題に端を発した金融市場の混乱の影響は甚大と見られる。
- ⑤ 12年10月の設立50周年に向けて協会のあり方を整理してみる良い機会である。

## (2) 中期経営計画の内容

上記のような認識の下に、中期経営計画の主な狙いとして、

- ① 潜在的な会員を含めた会員ニーズ多様化への対応強化
- ② 会員の一層の地位向上、CMAブランドの価値の向上
- ③ 証券アナリストの裾野拡大
- ④ 中期的な経営基盤の強化

が掲げられた。

それらを実現するための具体的な施策として、例えば対面教育の拡充、Eラーニングの導入、プライベートバンキング教育プログラムの整備、継続学習へのインセンティブ付与など、新しい事業に積極的に取り組むことが打ち出された。また、事務局については、再構築された新コンピュータシステムを活用して効率化を一層進めるとともに、会員サービスの充実に努めることとされた。

なお、この中期計画を策定した時点で、世界的な金融危機の影響が大きいことは既に認識されていたが、その後の推移を見ると、アナリスト教育講座の新規受講者数が10年度には5,000人を割り込むなど、その影響は想定以上のものとなっている。これに伴って当協会としては、一段の経費節減に踏み込むとともに、受講者数の増加に資するよう、CMAブランドの価値向上および証券アナリストの裾野拡大に努めている。

## (3) 対面講座の拡充

中期計画に盛り込まれた対面教育の充実の一環として、2010年2月には「ポートフォリオ理論初級講座」が開設された。投資実務で応用されているポートフォ

リオ理論を平易に解説する対面方式（スクール方式）の講座であり、初回の講座（土曜日2日間）には100名の参加者があった。この講座は、好評に応じて、同年7月に第2回、10月には第3回が開催された。また、11年2月には同じく対面方式の新講座として「デリバティブ初級講座」が開設された（土曜日2日間）。このほか、10年夏には、「コーポレート・ファイナンス」に関するアドホックな実践セミナーを2回シリーズで開催し、これには50名が参加した。

#### (4) ESG 要因研究会の活動

中期経営計画の中にうたわれた会員の一層の地位向上、CMA ブランドの価値向上のためには、時代の変化に伴って新たにクローズアップされてくるさまざまな問題について、証券アナリストとして積極的に意見を発信することも重要と考えられた。この一例が以下に述べる ESG（Environmental, Social and Governance：環境・社会・ガバナンス）要因研究会の活動である。

近年、企業の社会的責任やコーポレートガバナンスに対する関心が高まり、環境ファンド、CSR（Corporate Social Responsibility:企業の社会的責任）ファンドなどの新しい投資信託商品が生まれる中、企業のそれらへの取り組みが企業価値にどのような影響を及ぼすのかをめぐってさまざまな議論が行われるようになってきた。こうした状況下、当協会では ESG 要因を明示的に取り入れた企業価値分析手法の調査・研究を目的として、2009年4月に「企業価値分析における ESG 要因研究会」（座長：宮井博 日興フィナンシャル・インテリジェンス常務取締役）を設置した。同研究会は同年度中9回にわたる会合を持って議論を重ねたほか、09年11月にはメールアドレス登録済みの検定会員を対象に「ESG 要因の認知度」に関するアンケート調査を実施するなどの活動を行った。

同研究会は翌10年6月に、これらの活動の成果を取りまとめた報告書「企業価値分析における ESG 要因」を発表し、協会ホームページにも掲載した。この報告書では、財務指標や株価から見たパフォーマンスと ESG 要因の相関性についてわが国企業を対象に統計的な分析を行ったところ、「ESG に積極的な企業は、そうでない企業に比べて収益性や生産性が低いという結果が得られた」とし、「これは ESG に積極的な企業はさまざまな経営資源を ESG に対して投資する一方、そうでない企業は ESG 以外へ経営資源を投資できるためと考えられる」としている。同報告ではさらに「ESG への投資コストは短期的に利益を圧迫し、長期的に実を結ぶものである」と指摘し、「両者の因果関係についての分析をさらに深めることが必要である」と結んでいる。

## 9. 公益社団法人への移行

### (1) 代議員制度の導入

2008年12月、公益法人改革関連3法の施行に伴って、当協会は経過措置として「特例社団法人」に移行し、5年間の経過期間中に「公益社団法人」か「一般社団法人」へ移行することが必要となった。当協会は創立当初から「証券分析技術の向上、普及および証券アナリストの育成等にかかる公益事業」を行い、高い社会的信用を得てきたことから、新しい法規制の下で「公益社団法人」への移行申請を行う方針を早くから固めていた。そのための準備作業の一つが代議員制度の導入であった。

すなわち、公益社団法人、一般社団法人を問わず、移行後の総会においては、定款の変更、社員の除名等については「総社員の半数以上であって、総社員の議決権の3分の2以上に当たる多数をもって行わなければならない」とされている。ところが会員数が2万人を超える当協会にあっては、これまで総会の成立要件である会員総数の過半数の出席（議決権行使のための書面提出会員を含む）を確保するために、議決権行使書の提出を繰り返し促すなど相当なコストと労力を費やしたうえで辛うじて定足数を確保してきた状況であった。したがって、このままでは定款の変更や会員の除名等ができなくなってしまう恐れがあった。そこで移行申請に先立って、10年6月の定時総会で定款変更を行い（この段階では、会員の過半数の出席＜議決権行使のための書面提出を含む＞で、出席数の3分の2以上、つまり会員総数の3分の1超の賛成で定款変更が可能）、代議員制度を導入することとしたのである。代議員制度の下では、総会は会員に代えて、総会員による選挙によって会員の中から一定数選ばれる代議員をもって構成され、代議員の3分の2以上の多数により定款の変更等が可能になる。代議員制度の導入については、公益法人への移行申請時に同時に提出する新定款の中に織り込むことも考えられたが、代議員の選出手続き等に要する時間等を勘案し、移行後に開催される総会での機動的な意思決定の余地を確保するためにも、移行申請に先立って代議員制度を導入することが適切と判断された。

6月の定時総会で代議員制度の導入が決定された後、理事会において「代議員選挙等に関する規定」が決定された。同規定では、理事会から独立した選挙管理委員会の設置を定めるとともに、同委員会による立候補者の募集公示や立候補者が定数を上回った場合の投票の実施など、一連の代議員選任関係手続きが定められたほか、代議員の立候補者の資格として、①立候補申請時までに年

会費を完納していること、②個人会員の立候補には、他の個人会員または法人会員2名の推薦を要し、推薦は立候補者1名限り、重複は認めないことが明示された。初代の選挙管理委員長には川北英隆京都大学大学院教授が委嘱され、10年8～9月には初めての代議員選挙が行われたが、立候補者数が定員内となり、結果的には無投票で立候補者全員が代議員に当選した。

なお、これに先立つ09年8月の役員改選に当たっては、役員任期（2年間）の途中に公益法人に移行する可能性が高く、その場合には召集理事会が必須となることに鑑み、理事数を従来の40名から26名に削減した。また、鈴木行生会長が退任し、後任には稲野和利（野村アセットマネジメント会長）が就任、副会長は従来の3名から2名の体制となり、新井富雄（東京大学教授）と大場昭義（東京海上アセットマネジメント投信社長）が就任した。

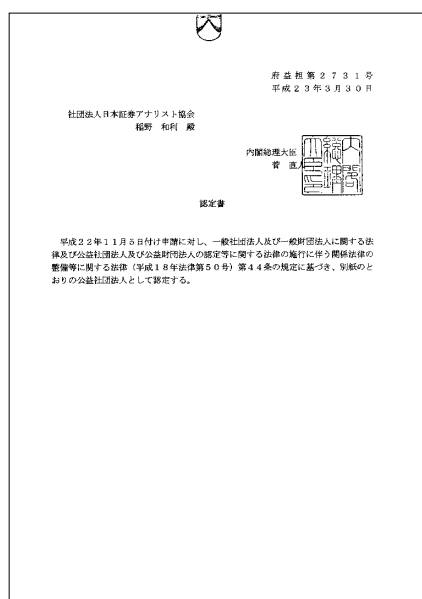
## (2) 公益社団法人への移行

公益社団法人移行に向けてさまざまな検討を重ねたうえで、2010年11月には臨時総会（代議員制度の下での初めての総会）を開催し、①公益社団法人への移行認定を申請すること、②公益社団法人移行のために所要の定款変更を行うこと、③「役員の報酬等並びに費用に関する規定」を制定することを議決した。定款の主な変更点としては、入会について会長が承認し、理事・監事全員に通知することとしたこと（従来は理事会承認事項）、理事数を10～30名と削減したこと（従来は40名以内）、理事のうち代表理事3名以内、業務執行理事5名以内を置くこと、役員報酬規定を設けること（総会決議事項）、理事会は原則召集理事会とすること、等であった。

臨時総会での議決の後、同年11月5日に内閣府公益認定等委員会に公益法人への移行認定申請を行った。同委員会による審査を経て、翌2011年3月に内閣総理大臣より公益社団法人への移行認定を受け、4月1日付で新法人としての設立登記を行い、「公益社団法人日本証券アナリスト協会」として新たにスタートすることとなった。

同日、協会は会員向けに「公益社団法人への移行認定及び定款の変更等について」と題する文書を発表、協会ホームページに掲載した。この中で協会は公益法人認定の意義について次のように述べている。

「公益法人の称号は、法人が行う事業に高い公益性があることが認定された団体のみに許される称号であり、こ



公益社団法人移行認定書

これは、当協会が行っている各種事業の内容に高い公益性があることが認定されたことを意味している。すなわち証券アナリストの新規養成および育成(継続教育)並びに金融・資本市場での証券アナリストの活動そのものが法で定める公益目的事業として認定されたことになる。(中略)当協会では、今後とも、会員の皆様共々、公益法人としての高い誇りと責任感をもって、これまで築きあげてきた大きな社会的な信用・信頼をさらに高めていきたいと考えている。」

また、同文書では定款の変更等に伴う主要変更点として、次のような点を挙げている。

#### イ. 名称の変更

従来の「社団法人日本証券アナリスト協会」から「公益社団法人日本証券アナリスト協会」に変更。英文名は The Security Analysts Association of Japan から The Securities Analysts Association of Japan に変更。

#### ロ. 事務所の設置

従来の「支部」を「事務所」に変更。「大阪支部」は「大阪事務所」となる。

#### ハ. 個人賛助会員の創設

従来の「法人もしくは団体」に加え、「個人」賛助会員を創設。

#### ニ. 代表理事等の選任

公益社団法人移行後の役員(理事26名、監事3名)は旧法人の役員がそのまま継承。

新たに設けられた代表理事には次の3名が選任。

代表理事 稲野 和利(会長)

代表理事 萩原 清人(専務理事)

代表理事 八木 健(常務理事)

#### ホ. 事務局の重要な職員の任命

事務局の重要な職員は、会長が理事会の決議を得て任命する扱いとなり、「事務局長 佐野幹雄」が任命された。

#### ヘ. 会員資格の喪失

入会金、会費の滞納者に関しては、従来は懲戒処分の扱いとして対応してきたが、今後は「納入期限後2年間以上、この全額を納入しないとき」は自動的に会員資格喪失の扱いとなる。

## 10. 東日本大震災の発生と協会の対応

2011年3月11日に発生した東日本大震災は、津波の襲来、原子力発電所の事故が重なって未曾有の大災害となり、日本の経済・社会に大きな影響を及ぼした。

地震が発生した午後2時46分、東京証券取引所ビル6階の当協会セミナールームでは、個人投資家向けの会社説明会が開かれていた。震度5強の地震に堅牢な取引所ビルもさすがに大揺れとなったが、説明に当たっていたT社のW社長は数回中断しただけで最後まで説明を終えられ、60人近い参加者も3時40分まで全員残って質疑応答も実施された。そのうちの数名は帰宅困難となり会場に一泊、協会から備蓄していた毛布、飲料水、乾パン等が提供された。

当協会では、被災地受講者への特別措置として、教材の無償提供や第1次レベル春試験（4月）および第2次レベル試験（6月）に関する特例措置（キャンセルした場合の受験料の返還、受験機会の延長など）を実施した。それと同時に、震災義援金を募ったところ、国内の個人および法人会員から98件2,660,665円が寄せられた。また海外のアナリスト協会からも15件6,000ユーロおよび82,057米ドルの義援金が寄せられた。これらに当協会および役員からの義援金12百万円余を加えた総額を、宮城県、岩手県、福島県および日本赤十字社に拠出した。

協会内では、未曾有の大災害に対して、証券アナリストとして復興に向けて何か提言を行うべきではないかとの声が高まり、急きよ5人の検定会員アナリストによる提言集「震災・復興に対する市場からの提言—証券アナリストの立場から—」を取りまとめ6月に公表した。公表に当たって稲野会長は、「この提言集は、①経済・産業分析の専門家としての知見を活かして、大震災の影響と復興への対応の評価を行い、わが国の再生力に関する的確な共通理解の形成を図ること、②各種復興策や復興資金の調達に関する市場関係者としての視点を提示し、市場機能と民間活力を活かした持続可能な復興策の提言を行うこと、を企図して執筆された。この提言集が、国や地方自治体、被災地の企業、地域住民の方々の取り組みと相まって、被災地の復興、ひいては日本の再生につながることを願ってやまない」と述べている。

10月に開催された第26回日本証券アナリスト大会では、テーマを「よみがえれ日本～大震災を乗り越えて～」としたほか、終了後の懇親パーティーはできるだけ簡素にして、節約分を被災者向けの義援金に充てるなどした。



# 11. 50周年を迎える協会の現状

ここで、創立50周年を迎える当協会の現状を見てみよう。2012年3月末時点の検定会員は24,565人、検定会員補は1,177人である。

直近の11年度の協会の事業活動を見ると、中心をなす教育事業では第1次レベル通信教育講座の受講者は5,744人、1次試験の受験者（春、夏合計）は3科目延べ人数で12,105人、うち合格者数は5,857人であった（なお3科目合格達成者は1,836人）。第2次レベル通信教育講座の受講者は3,094人、受験者は2,904人、うち合格者数は1,302人であった。リーマン・ショック直前の07年度は第1次レベルの受講者が9,304人、第2次レベルの受講者が3,435人であったので、それぞれ38.3%、9.9%の減少となっている。リーマン・ショックを契機とする受講者の急激な落ち込みのあと、緩やかながら減少傾向が続いている。

当協会が第2次レベルの上位資格と位置付けている証券アナリスト国際資格（CIIA）試験は、年2回（9月および3月）国内外の試験会場で実施され、11年度は45名が新たにCIIAの資格を得た。04年からスタートした証券アナリスト基礎講座は、大学生や一般個人を含め、ファイナンス分析に関心を持つ幅広い層のための通信教育講座であり、11年度は約900人の受講者があった。そのほか協会は近年、会員の継続教育のための対面方式講座に力を入れており、「証券アナリスト数量分析講座」、「ポートフォリオ理論初級講座」、「デリバティブ初級講座」が実施された。また将来のプライベートバンキングに関する教育プログラムの確立を目指して、PB教育研究会を中心に検討が進められている。

会員のための情報提供事業としては、産業研究会傘下の企業分析部会が主催する会社説明会は東京で923回、大阪で111回開催された。これらのうち192回は個人向けの会社説明会であった。会社説明会への参加者数は延べ46,038人に達している。このほか、産業分析部会および技術部会がそれぞれ2回の講演会を開催した。

調査研究事業としては、会員向け継続学習事業の一環として、年4回の定例セミナー（夏期SAAJセミナー、SAAJ—日本ファイナンス学会共同セミナー、SAAJセミナー、SAAJ国際セミナー）に加え講演会等を多数開催し、その講演要旨をホームページに掲載した。当年度のセミナー・講演会の開催回数は東日本大震災による夏場の節電等の影響で制約を受けて例年よりやや少なく、79回であった（前年度は101回）。このうち大阪、名古屋等地方会場での講演会

は13回であった。講演会では、会員のニーズを踏まえて多様なテーマを取り上げた。そのほか、投資パフォーマンス基準研究会、企業会計委員会は、それぞれの分野においてアナリストとしての意見を集約し関係各方面に発信するなど、活発に活動している。ディスクロージャー研究会によるディスクロージャー優良企業選定は、毎年工夫と改良を重ねつつ当年度で17回目を数えた。

国際連絡事業としては、国際公認投資アナリスト協会（ACIIA）の副会長協会（11年）として、CIIA資格の普及推進、試験の充実・整備に注力するとともに、日々の運営面でも大きく貢献するなど、ACIIAの運営全般にわたり主導的な役割を果たしている。アジア証券・投資アナリスト連合会（ASIF）では、会長協会（11年）として各種共同事業に積極的に参加するとともに、加盟協会間の協力体制の再構築に向けて努力を重ねている。ASIFの事務局機能は引き続き当協会内に置かれ、マネジャーには当協会職員が就任している。

月刊機関誌『証券アナリストジャーナル』の発行部数は約26,000部となっている。09年に全面リニューアルした協会ホームページの活用を図るため、会員に対しウェブ登録を強力に勧奨しており、11年度末のウェブ会員は17,934名、ウェブ率は72.9%となった。このほか、当協会およびCMA、CIIAブランドの認知度向上、各種事業のプロモーションの見地から、広告内容や掲載媒体の見直しを図りつつ積極的な広報活動を展開した。

協会事務局は、萩原専務理事、八木常務理事、新免事務局長を含めて常勤スタッフ45名（12年7月現在）であり、ボランティアベースで各種委員会等に参加されている会員および学界、実務家の方々延べ500名余との共同作業で多岐にわたる協会活動を展開している。

## エピローグ

50年前、日本にも証券アナリストを育てたい、客観的な分析に基づいた証券営業を根付かせたいという熱意に燃えた少数の人々が集まって当協会が設立された。その後、協会のたゆまぬ努力に加え、わが国経済および資本市場の発展にも支えられて、わが国においても証券アナリストが専門的な職業（Profession）として定着し、社会的にも広く認知されるようになった。当協会の検定会員および会員補は、証券、銀行、保険、投信・投資顧問、事業会社などの業種で、企業分析、ポートフォリオ運用、投資戦略・企業財務など、さまざまな分野の第一線で活躍している。証券アナリストの活躍分野の広がりとともに、当協会の事業活動も多岐にわたるものとなっている。

50年の歴史を通じて、当協会は、「アナリストはあくまで市場の評価に基づいて成り立つものである」という基本的な考え方の下に、市場のスクリーンに耐え得るアナリストとしての専門的知識および分析技術と、市場の信認に耐え得る職業人としての倫理・行動の教育に努めてきた。同時に市場が真に自由で公正な市場たるにふさわしいものとなるよう、会計制度やディスクロージャー、パフォーマンス評価等の面で積極的に証券アナリストの立場を主張し、制度改革に貢献してきた。

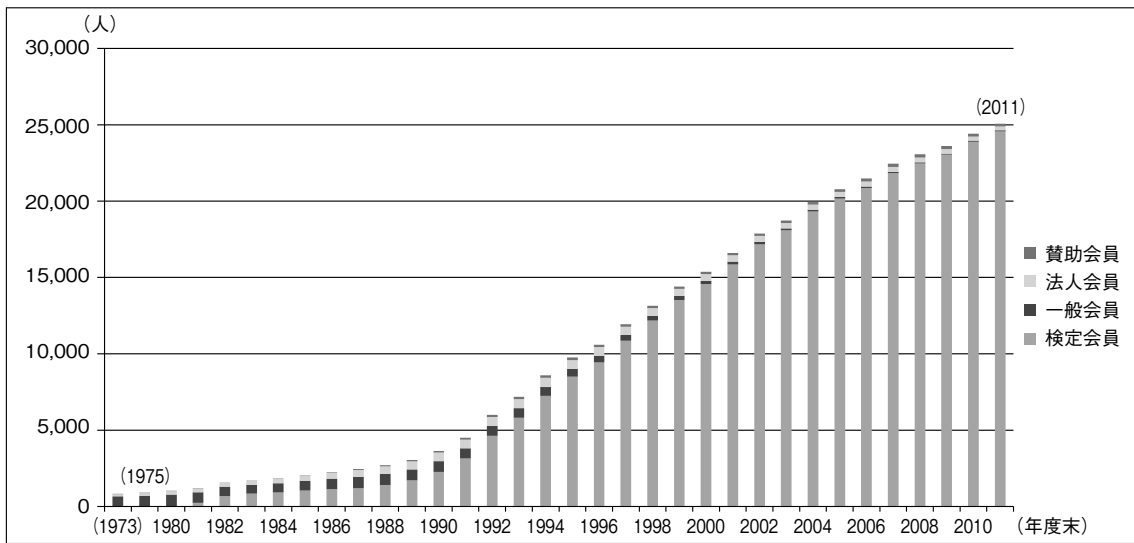
この間、証券アナリストを「公的な資格」とすべきとの意見も一部にあり、また投資顧問業法をめぐる議論の過程では、投資顧問業を営む場合には検定会員をスタッフとして抱えることを義務付けるべきなど一見アナリストにとって有利な提案がなされたこともあった。これに対して協会としては、あくまでもアナリストは市場によって選別されるべきであり、法律や規制によって守られるべきものではないという姿勢を貫いてきた。法文・条例の知識や解釈が重要である弁護士や公認会計士、税理士とは違い、予測という不確実性を対象とする証券アナリストは法律や規制で守られるのではなく、自らの専門的知識や分析技術、倫理観をもって市場で選ばれるべきものである。それだけに厳しく、絶えざる自己研さんを求められる存在であり、そこにアナリストとしての誇りがあると言えよう。

日本経済はバブル崩壊後のいわゆる失われた20年からようやく抜け出したものの、今や少子高齢化社会への移行という新たな課題に直面している。海外環境に目を転じると、中国の台頭に代表される新興国の力強い発展の一方で、米国のサブプライム問題、リーマン・ショック、欧州通貨不安など、金融・資本市場を震源とするショックが繰り返し発生している。こうした中での年金、投資信託、個人金融資産の運用や企業の財務戦略は、リスクとリターンのはざままで絶えず難しい判断を迫られている。証券アナリストのしっかりとした理論的枠組と地道な実証分析に基づく冷静、的確な判断が何よりも求められる時代と言えよう。

50年の歴史を重ね、昨年春には公益社団法人として認定された日本証券アナリスト協会は、社会の期待に応えられるような優れた証券アナリストの育成と、公正で自由なマーケット環境の維持に向けて、心新たに次の50年への歩みを始めようとしている。

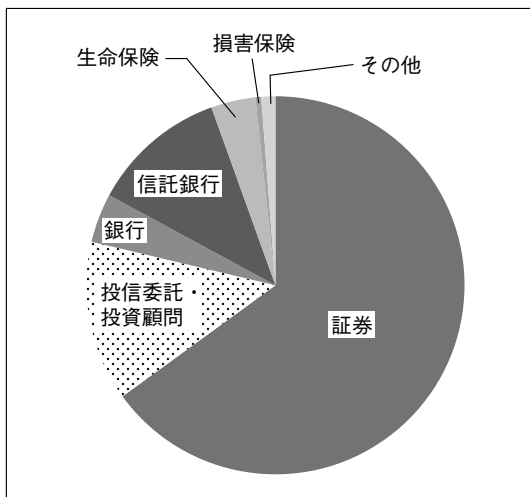
完

### 1. 会員数の推移

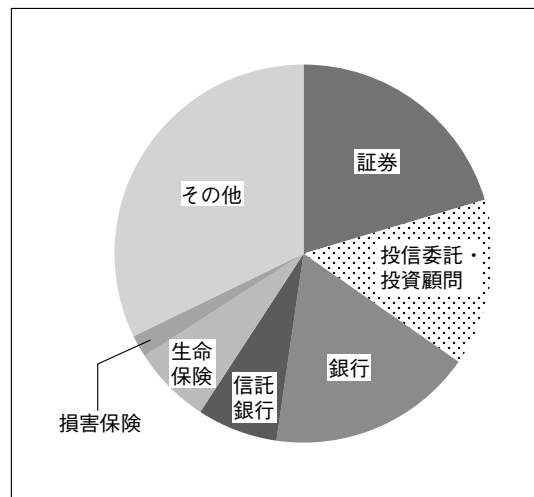


### 2. 検定会員の所属業態別内訳

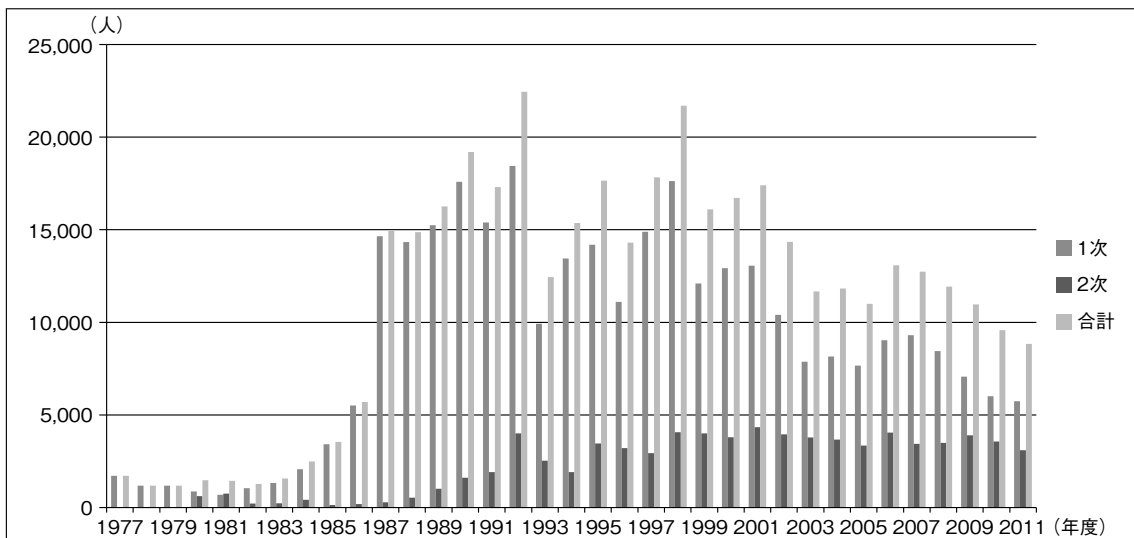
1985年8月



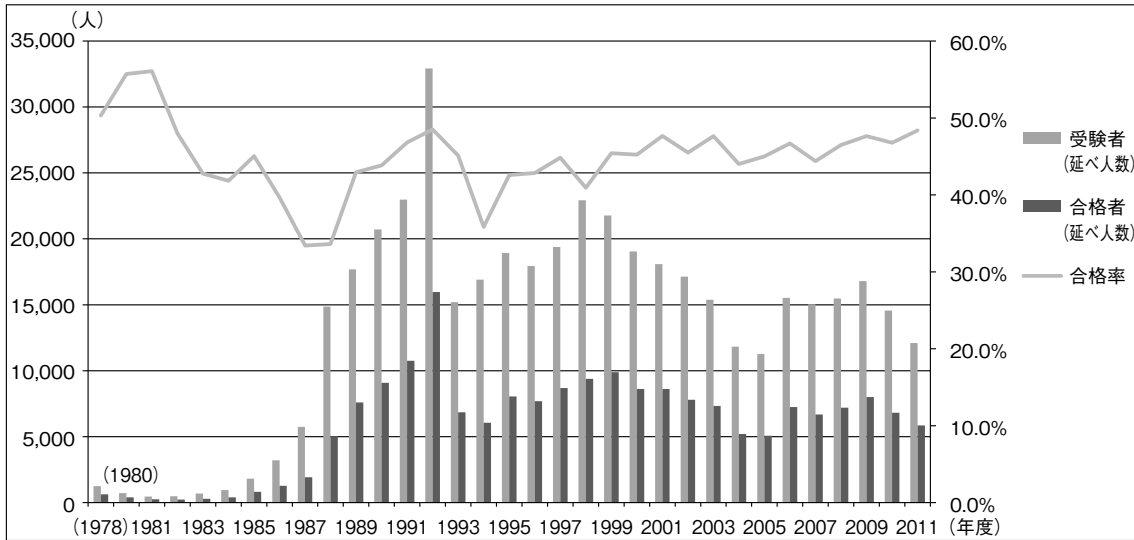
2012年3月



### 3. 通信教育講座受講者数の推移

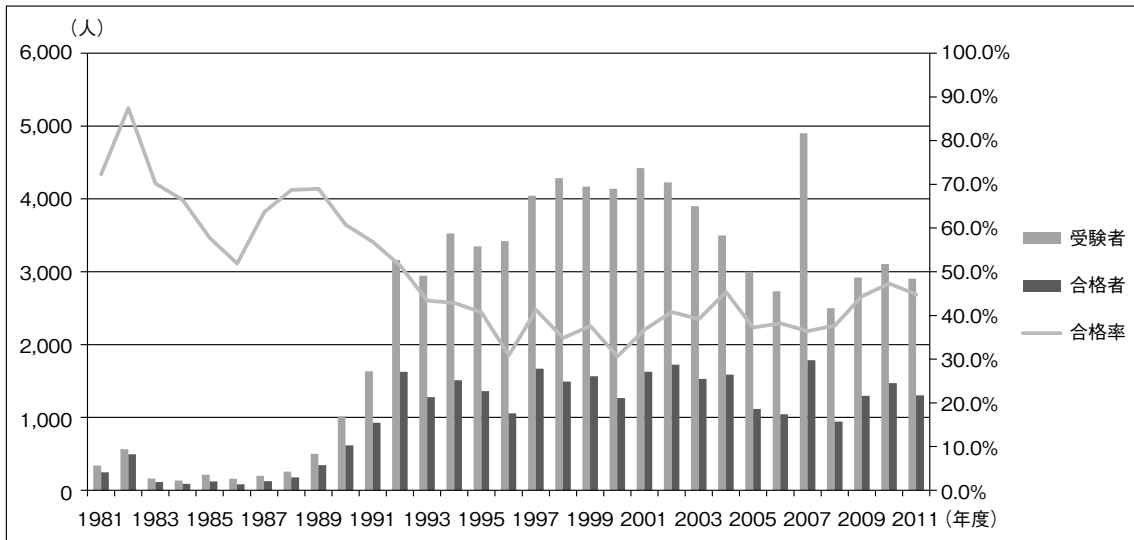


#### 4. 受験者数・合格者数推移（1次）

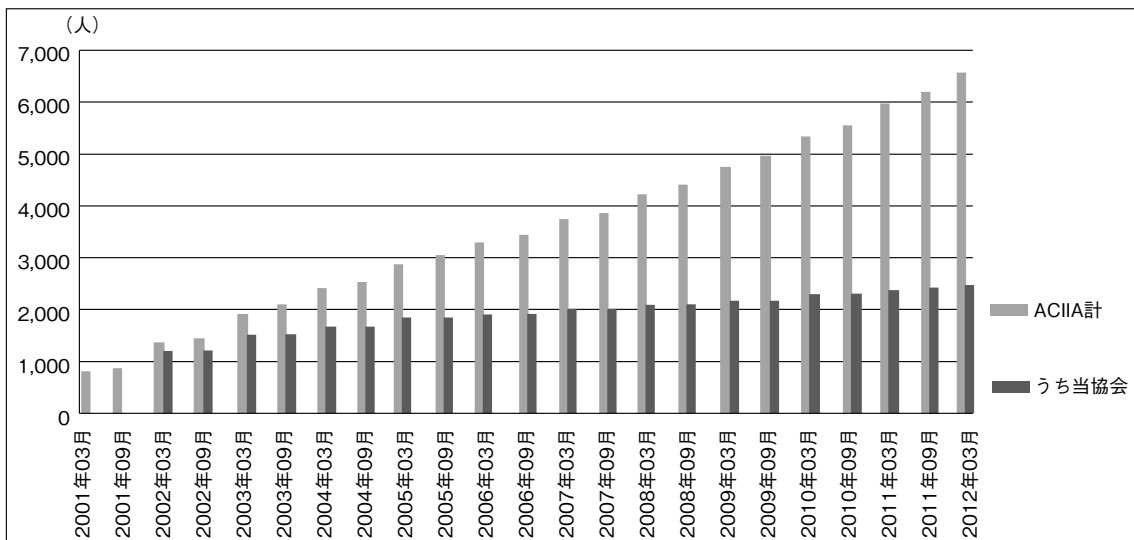


(注) 1992年までは4科目、93年以降は3科目の延べ人数

#### 5. 受験者数・合格者数推移（2次）



#### 6. CIIA（国際公認投資アナリスト）取得者数（累計）



(注) 2001年3月および9月は国別内訳不明

## 年表

	当協会関係	内外政治・経済・金融関係
1959 (昭和 34) 年	6 月 日本生産性本部欧米証券業専門視察団 (団長 小池厚之助) が訪米	1 月 欧州共同市場発足
1960 (昭和 35) 年		7 月 池田内閣発足
1961 (昭和 36) 年		6 月 ソニー、米国で日本企業初の ADR (預託証券) 発行
1962 (昭和 37) 年	4 月 米国 (東部) 証券アナリスト訪日団来日 6 月 証券アナリスト協会設立のため有志初会合 (準備会議) 開催、以後 5 回開催 9 月 東京証券アナリスト協会発起人会 (第 1 回) 開催 9 月 サンフランシスコ証券アナリスト訪日団来日 10 月 第 2 回発起人会 10 月 東京証券アナリスト協会創立総会開催 (初代会長に小池厚之助、副会長に西村正己を選任) 11 月 企業分析部会、分析理論委員会、投資政策委員会、海外調査委員会、P.R. 委員会 (後の会員関係委員会) を設置	1 月 欧州証券アナリスト協会連合会 (EFFAS) 結成
1963 (昭和 38) 年	1 月 事務職員 4 名採用、事務所を日証館内に設置 3 月 『証券アナリストジャーナル』創刊 7 月 欧州証券アナリスト大会 (第 2 回、ケンブリッジ) に植村茂がオブザーバーとして初参加	6 月 米国で CFA 試験を初めて実施 7 月 ケネディ大統領、金利平衡税の創設を提案 東京市場大暴落 11 月 ケネディ大統領暗殺
1964 (昭和 39) 年	2 月 『証券アナリストジャーナル』掲載懸賞論文募集 (第 1 回) 6 月 副会長を 1 名増員 (2 名に) 8 月 証券分析セミナー (第 1 回) 開始	1 月 日本共同証券設立 4 月 日本、IMF8 条国に移行 4 月 経済協力開発機構 (OECD) に正式加盟 9 月 米国金利平衡税発効
1965 (昭和 40) 年	4 月 幹事を理事に、会計幹事を監事に、常任幹事を常務理事に改正 5 月 副会長を 1 名増員 (3 名に)。運営委員会を設置	1 月 日本証券保有組合設立 3 月 山陽特殊製鋼、会社更生法適用を申請 5 月 西日本新聞、山一証券再建問題をスクープ報道 5 月 日銀、特別融資措置を決定 7 月 政府、経済政策会議で国債発行方針を決定
1966 (昭和 41) 年	2 月 事務所を東京証券会館内に移転 8 月 市場分析部会を設置	1 月 昭和 40 年度における財政処理の特別措置法公布施行 (赤字国債発行の根拠法)
1967 (昭和 42) 年	5 月 全米証券アナリスト大会に初参加 (第 20 回、サンフランシスコ)	
1968 (昭和 43) 年	7 月 技術部会を設置	4 月 証券会社免許制度へ移行
1969 (昭和 44) 年	3 月 定款を改正して全国組織とし、名称を「日本証券アナリスト協会」に改称 10 月 「表彰および褒賞に関する規定」を制定し、米国 CFA 資格を取得した三國陽夫氏を表彰 12 月 大阪支部を開設し、事務所を大阪証券取引所内に設置、大阪証券取引所、関西地区証券会社が賛助会員として入会	1 月 日本証券保有組合解散、財団法人資本市場振興財団設立 1 月 日本楽器製造、株主優先募入で時価発行

	当協会関係	内外政治・経済・金融関係
1970 (昭和 45) 年	<p>4月 証券分析研究会を設置 (日本証券経済研究所と共催)</p> <p>9月 米国 FAF よりグレアム・ドッド優秀賞を授与された坂田眞太郎氏を表彰</p> <p>10月 会員種類を正会員、準会員および賛助会員から個人会員、法人会員および賛助会員に変更</p>	<p>9月 ソニーが日本企業で初めてニューヨーク証券取引所に上場</p> <p>12月 第1回アジア開銀円建債 (戦後初の円建債) 発行</p>
1971 (昭和 46) 年	<p>1月 証券アナリスト養成のための長期セミナーを開始</p>	<p>8月 ニクソン米大統領、ドル防衛緊急対策を発表 (ニクソン・ショック)</p> <p>12月 スミソニアン の 10 カ国蔵相会議で通貨調整に合意、円を 1 ドル=308 円に 16.88% 切り上げ</p>
1972 (昭和 47) 年	<p>10月 創立 10 周年記念行事を実施</p>	<p>7月 田中角栄内閣発足</p>
1973 (昭和 48) 年	<p>6月 任意団体としての日本証券アナリスト協会解散、社団法人日本証券アナリスト協会設立総会開催</p>	<p>2月 円、変動相場制に移行</p> <p>6月 国際会計基準委員会 (IASC) ロンドンに設立</p> <p>10月 第4次中東戦争勃発</p> <p>12月 ヘルシャ湾岸 6 カ国、原油価格を 2 倍に引き上げると発表 (第1次石油危機)</p>
1974 (昭和 49) 年	<p>6月 理事会において ICC (国際調整委員会) への加入を決定</p> <p>9月 証券アナリスト資格制度創設研究委員会を設置</p>	<p>4月 各国証券アナリスト協会の協議の場としての ICC (国際調整委員会) 設立</p>
1975 (昭和 50) 年	<p>10月 証券アナリスト試験準備委員会を設置</p>	<p>12月 財政特例法公布施行、国債大量発行時代へ</p>
1976 (昭和 51) 年	<p>9月 倫理委員会および証券アナリストジャーナル編集委員会を設置</p> <p>12月 「証券分析研究会」を「ボンド・ポートフォリオ・マネジメント研究会」と改称</p>	<p>5月 証券取引審議会、「株主構成の変化と資本市場のあり方」に関する最終報告書で証券アナリストの必要性を指摘</p>
1977 (昭和 52) 年	<p>3月 企業会計委員会設置</p> <p>5月 名古屋において証券アナリスト養成セミナーを開始</p> <p>10月 第1次レベル第1期通信教育講座を開始</p>	
1978 (昭和 53) 年	<p>8月 第1次レベル第1期通信教育講座による試験実施</p>	
1979 (昭和 54) 年	<p>3月 バーンスタイン編 “The theory and practice of bond portfolio management” を翻訳、『債券投資の理論と実際』として刊行 (当協会出版事業として初めての単行本刊行)</p> <p>6月 証券アナリスト試験の実施、検定会員制度の新設を決定</p> <p>7月 証券アナリスト試験制度実施要領を制定</p> <p>7月 証券アナリスト資格制度創設研究委員会、証券アナリスト試験準備委員会を廃止、倫理委員会を規律委員会と名称変更</p> <p>11月 検定会員の英文名称を “Chartered Member of the Security Analysts Association of Japan”、略称を CMA と決定</p> <p>11月 香港協会長の呼び掛けにより、アジア・オセアニア地域のアナリスト協会関係者が会合、アジア証券アナリスト協議会 (ASAC) を創設</p>	<p>1月 国際石油資本、対日原油供給削減を通告 (第2次石油危機)</p>
1980 (昭和 55) 年	<p>4月 証券アナリスト第1次レベル試験を初めて実施</p> <p>6月 試験管理委員会「証券アナリス第2次レベル通信教育および第2次試験実施要領」を決定</p> <p>8月 第2次レベル第1期通信教育講座を開始</p> <p>9月 ASAC 第2回年次大会、東京において開催</p>	

	当協会関係	内外政治・経済・金融関係
1981 (昭和 56) 年	5月 証券アナリスト第2次試験を初めて実施 7月 証券アナリスト第2次試験合格者発表	1月 米国レーガン大統領就任 3月 衆議院大蔵委員会において、誠備グループ事件に関連して、大蔵省証券局長より証券アナリスト試験制度について説明
1982 (昭和 57) 年	4月 G. フォスター著“Financial Statement Analysis”を翻訳、『資本市場と財務分析』として刊行 9月 産業研究会を設置、同建設部会発足	8月 メキシコ、外為市場を閉鎖、対外送金を停止。国際信用不安広がる 11月 中曽根康弘内閣発足
1983 (昭和 58) 年	1月 創立20周年を記念して『証券アナリストジャーナル』特集号を発行 4月 W.F. シャープ著“Investments, 2nd Edition”を翻訳、『現代証券投資論』として刊行	6月 英国総選挙でサッチャー保守政権大勝 11月 新株市店頭市場スタート 11月 日米首脳会談、日米円・ドル委員会設置などで合意
1984 (昭和 59) 年	6月 証券分析基礎理論勉強会開始 11月 公認会計士および会計士補に受験資格を付与することを決定	5月 日米円・ドル委員会作業部会、わが国の金融・資本市場開放で報告書 11月 TDK、国内初の完全無担保普通社債の発行決まる 12月 証取審に投資顧問業務等に関する特別部会を設置
1985 (昭和 60) 年	1月 『ニュース・レター』第1号発刊 1月 アナリストと投資顧問業務のあり方に関する懇談会(第1回)開催 2月 大阪支部、事務所を大阪証券会館内に移転 6月 ディスクロージャー研究会(第1回)開催 10月 ICFA モーレイ理事長来日、アナリスト教育プログラムについて意見交換	3月 ソ連ゴルバチョフ書記長就任 5月 ファナックなど日本企業初のユーロ円債発行 9月 5カ国蔵相会議、ドル高是正の協調介入合意(ブラザ合意) 10月 東証、債券先物取引を開始 11月 証取審特別部会、報告書「証券投資顧問業のあり方について」を証取審に提出 12月 国内の分離型ワラント債第1号(東急百貨店)発行
1986 (昭和 61) 年	4月 規律委員会、従来の構成メンバーを大幅に改選。新委員による第1回規律委員会開催 7月 第1回日本証券アナリスト大会開催 9月 ディスクロージャー研究会、企業会計委員会合同委員会、「企業内容のディスクロージャーについての証券アナリストの提言」を取りまとめ	2月 メリルリンチなど外国証券会社6社を含め10社が東京証券取引所に正式加盟 4月 国際協調のための経済構造調整研究会、前川レポートを首相に提出 5月 投資顧問業法が成立 9月 SIMEX、日経平均先物取引を開始 10月 ロンドン証券取引所、「ビッグバン」(売買委託手数料自由化、会員権開放など)を実施 11月 投資顧問業法施行
1987 (昭和 62) 年	2月 証券アナリスト教育・資格制度の国際標準化に関する専門委員会(第1回)開催 3月 『基本証券分析用語辞典』を刊行 7月 臨時総会で定款の一部を改正し、「規律」規定の新設と「証券アナリスト職業行為基準の制定」を決定 8月 基本財産増強を決定し関係先に寄付を依頼	2月 7カ国蔵相・中央銀行総裁会議、為替相場安定化で合意(ルーブル合意) 6月 大証の「株先50」(日本初の株式先物取引)スタート



	当協会関係	内外政治・経済・金融関係
	10月 協会創立25周年記念論文入選者を表彰	10月 ニューヨーク株式市場、史上最大の暴落（ブラックマンデー） 12月 BIS、銀行の自己資本比率規制に関する国際基準を発表
1988（昭和63）年	3月 臨時総会で検定会員の理事3名が誕生 3月 企業会計委員会を企業会計研究会に名称変更 7月 臨時総会において事業年度の変更を決定 7月 事務所を第二証券会館に移転 9月 公益法人会計基準の採用を決定 10月 就業規則、給与規則、退職金規則等を制定 10月 産業研究会を新編成し、第1回会合開催 10月 インサイダー取引問題研究会を設置 10月 新体制での証券アナリストジャーナル編集委員会初開催	2月 証券取引審議会、報告「内部者取引の規制のあり方について」を大蔵大臣に提出 6月 インサイダー取引の規制強化等を盛り込んだ改正証券取引法施行 7月 日本証券業協会、インサイダー取引自主規制のための内部者取引管理規則を実施 7月 BIS、銀行の自己資本比率規制の国際統一基準を発表、自己資本比率を92年末までに8%とする 9月 東証、大証が株価指数先物取引を開始
1989（昭和64・平成元）年	1月 インサイダー取引問題研究会、「健全な証券市場の発展と証券アナリストの役割ーインサイダー取引規制下の積極的情報戦略」を取りまとめ 4月 証券アナリスト教育基本問題研究会を設置 6月 日米協会共同セミナー（第1回）開催 12月 インサイダー取引問題研究会を改組しディスクロージャー研究会として新編成	1月 改正証券取引法の政省令案発表。インサイダー取引規制における重要事実を定義 4月 東証、重要企業情報の登録（ファイリング）制度を導入 6月 金融先物取引スタート 12月 東証大納会、日経平均株価が史上最高値（38,915円87銭）で引ける。年間上昇率29%
1990（平成2）年	7月 証券アナリスト教育基本問題研究会、報告書「証券アナリスト教育プログラムのあり方について」を取りまとめ 10月 「公開企業のディスクロージャーに関するアンケート調査結果の概要」を発表 10月 証券アナリストジャーナル年間優秀論文を表彰（第1回） 11月 新「証券アナリスト教育および試験制度要綱」を制定 12月 証券アナリスト教育委員会（第1回）開催	1月 米国ICFAとFAFの親組織としてAIMR（投資管理調査協会）が発足 3月 大蔵省、証券会社の自己資本規制比率を示達 3月 大蔵省、不動産融資総量規制を通達 3月 厚生年金保険法改正、年金運用の投資顧問会社への開放が実現 5月 証券投資顧問業協会、ディスクロージャー強化策発表 6月 日米構造協議最終報告を発表 10月 東西ドイツ統一
1991（平成3）年	2月 AIMRおよびICFAと資格交換に関する相互協定（Reciprocity Agreement）を締結	1月 多国籍軍がイラク空爆、湾岸戦争始まる 3月 イラク、暫定休戦協定受け入れ、湾岸戦争終結 7月 大手4社、損失補填や暴力団との取引に対する大蔵省処分に基づき営業自粛 10月 取引一任勘定禁止、損失補填禁止を盛り込んだ改正証券取引法成立 10月 株式店頭市場システム（JASDAQ）がスタート
1992（平成4）年	4月 新「証券アナリスト教育および試験制度要綱」施行 4月 旧カリキュラムによる第1次レベル最終試験（第1回）実施	2月 含み損を抱えた株式の処理で証券会社が訴えられるケースが多発していることが発覚（いわゆる「飛ばし」）

	当協会関係	内外政治・経済・金融関係
	<p>6月 日米証券アナリスト資格交換制度に基づき CFA 向け試験（第1回）を実施</p> <p>6月 AIMR、日米証券アナリスト資格交換試験（検定会員に対する第1回資格交換予備試験）を実施</p> <p>6月 旧カリキュラムによる第2次レベル最終試験（第1回）実施</p> <p>6月 新カリキュラムによる第1次レベル第1期通信教育講座開始</p> <p>8月 新カリキュラムによる第2次レベル第1期通信教育講座開始</p> <p>10月 「証券アナリストの調査・分析活動のあり方に関するアンケート調査結果」を発表</p> <p>10月 英文ロゴマークの導入</p> <p>10月 創立30周年記念日本証券アナリスト大会（第7回大会）開催、土屋陽三郎、山中 宏の両氏を表彰</p> <p>10月 ASAC 東京大会、当協会創立30周年記念大会と併せて開催</p>	<p>6月 金融制度改革関連法が成立</p> <p>7月 大蔵省に証券取引等監視委員会設置</p> <p>8月 大蔵省、金融システム安定化のための「金融行政の当面の運用方針」発表</p> <p>10月 大蔵省、都長銀信託の9月末延滞債権額が12兆3千億円と公表</p>
1993（平成5）年	<p>2月 CFA 試験受験者のための CFA レビュー・プログラム（米国人講師）第1回開催</p> <p>4月 新カリキュラムに基づく最初の第1次レベル試験実施</p> <p>6月 新カリキュラムに基づく最初の第2次レベル試験実施</p> <p>7月 『基本証券分析用語辞典』（増補版）を刊行</p> <p>9月 “Financial Analyst's Handbook, 2nd edition” の翻訳を『証券アナリスト・ハンドブック』として刊行</p> <p>9月 検定会員 5,000 人突破</p> <p>11月 証券アナリストの知識体系（BOK）構築のための SAAJ、AIMR、IIMR 共同研究開始</p>	<p>1月 EC、統合市場が発足</p> <p>1月 AIMR、パフォーマンス報告基準（AIMR-PPS）を実施</p> <p>1月 共同債権買取機構設立</p> <p>4月 金融制度改革法施行</p> <p>11月 欧州連合条約（マーストリヒト条約）が発効</p>
1994（平成6）年	<p>1月 CFA 試験予備講座（第1回）開催</p> <p>3月 AIMR カリキュラム委員会に当協会カリキュラム委員会委員がオブザーバーとして初出席</p> <p>3月 証券アナリスト通信教育講座と検定試験の受講・受験資格を一般の大学卒業者等にも開放することを決定</p> <p>8月 第2次レベル通信教育講座に「職業倫理・行為基準」を追加</p> <p>9月 「名証 IR エクスポ」への協賛</p> <p>10月 SAAJ セミナー（第1回）開催</p>	<p>4月 10億円を超える株式売買の委託手数料を自由化</p>
1995（平成7）年	<p>2月 『証券アナリスト職業行為基準実務ハンドブック 1995年版』、『証券アナリスト職業行為基準参考法令集 1995年版』を刊行</p> <p>4月 AIMR 発行“Performance Presentation Standards, 1993”の翻訳『パフォーマンス報告基準』を刊行</p> <p>5月 理事定数を35名以内から40名以内に増員</p> <p>6月 第2次試験科目に「職業倫理・行為基準」を追加し、実施</p> <p>7月 カリキュラム委員会内に「BOK（証券アナリストの知識体系）策定小委員会」を設置</p> <p>7月 日米協会共同セミナーおよび SAAJ セミナーの企画検討のため「セミナー企画委員会」を新設</p> <p>9月 「リサーチ・アナリストが選ぶディスクロージャー優良企業」（第1回）の結果を公表</p>	<p>1月 阪神・淡路大震災発生</p> <p>3月 地下鉄サリン事件発生</p> <p>8月 コスモ信組、兵庫銀行、木津信組の破綻表面化</p>

	当協会関係	内外政治・経済・金融関係
	<p>10月 ASAC 年次大会（ニュージーランド）において ASAC を ASAF（アジア証券アナリスト連合会）に改組。初代会長に由良当協会顧問を選出</p> <p>11月 「パフォーマンス報告基準研究会」を設置</p>	
1996（平成 8）年	<p>4月 BOK 策定小委員会、報告書を提出。作業終了後も「BOK 小委員会」として存続</p> <p>5月 当協会由良玄太郎顧問、全米証券アナリスト大会において“Leadership in Global Investing Award”を受賞</p> <p>6月 IASC 理事会にアジア地域を代表して当協会もオブザーバーとして参加開始</p> <p>7月 パフォーマンス報告基準の試案策定のための起草委員会「SAAJ/PPS 起草委員会」発足</p> <p>9月 「リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業」の第 2 回の結果を公表。制度名称を「リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定制度」に変更</p>	<p>1月 年金福祉事業団、投資顧問への運用委託開始</p> <p>3月 銀行証券子会社の業務範囲見直しなど、新たな規制緩和推進計画を策定</p> <p>6月 住専処理法が成立</p> <p>11月 橋本首相「日本版ビッグバン」構想を発表</p>
1997（平成 9）年	<p>9月 検定会員 10,000 人突破</p> <p>11月 パフォーマンス報告基準起草委員会、基準草案（第 1 次草案）および基準解説案を策定し、パフォーマンス報告基準研究会に提出</p>	<p>10月 アジア通貨危機を背景に世界同時株安発生</p> <p>11月 国際調整委員会（ICC）の名称を ICIA に改めることを決定</p> <p>11月 三洋証券、会社更生法を申請</p> <p>11月 北海道拓殖銀行破綻</p> <p>11月 山一証券、自主廃業申請を決定</p>
1998（平成 10）年	<p>3月 ASAF 代表団が中国を訪問</p> <p>6月 ASAF、EFFAS 共同で国際試験・資格制度に関する検討会議を開催</p> <p>8月 パフォーマンス報告基準研究会、「投資パフォーマンス基準（SAAJ-IPS）」草案を公表</p> <p>8月 中国の証券投資の専門家に対して証券アナリスト研修を実施（東京）</p> <p>9月 ASAF、EFFAS および ABAMEC（ブラジル協会）共同で国際試験・資格制度に関する検討会議を開催</p> <p>10月 ASAF 年次総会に中国代表がオブザーバーとして初参加</p> <p>12月 「日本証券アナリスト協会パフォーマンス基準（SAAJ-IPS）」（草案）説明会を開催</p>	<p>2月 グローバル投資パフォーマンス基準委員会、グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS）草案を公表</p> <p>3月 銀行への公的資金投入、21 行、1.8 兆円</p> <p>5月 証券会社の従業員数、13 年ぶりに 10 万人割れ</p> <p>6月 欧州中央銀行設立</p> <p>6月 金融監督庁が発足、証券取引等監視委員会を大蔵省から移管</p> <p>8月 ロシア、ルール切り下げを含む緊急金融対策を発表</p> <p>9月 ICIA、国際倫理綱領、職業行為基準を採択</p> <p>10月 日本長期信用銀行、金融再生法に基づく特別公的管理を申請</p> <p>11月 都銀 8 行、公的資金の申請計画を表明</p> <p>12月 金融システム改革法施行、銀行等の投信窓販解禁、証券業の登録制移行等</p> <p>12月 日本債券信用銀行の特別公的管理決定</p> <p>12月 日経平均株価、大納会終値（13,842 円 17 銭）で 13 年ぶりの低水準</p>
1999（平成 11）年	<p>1月 ASAF、EFFAS および ABAMEC（ブラジル協会）共同で国際試験・資格制度に関する検討会議を開催（チューリヒ）</p> <p>1月 規律委員会、職業行為基準の改定案作成のための小委員会を設置</p> <p>3月 ホームページの運用開始</p>	<p>2月 グローバル投資パフォーマンス基準委員会、グローバル投資パフォーマンス基準（Global Investment Performance Standards, GIPS）を正式に採択</p> <p>3月 短期金融市場で実質ゼロ金利に</p>

	当協会関係	内外政治・経済・金融関係
	<p>6月 「日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準 (SAAJ-IPS)」を制定</p> <p>6月 ASAF および中国証券業協会 (SAC)、中国の証券アナリスト向け共同セミナーを開催 (大連市)</p> <p>9月 国際試験・資格制度に関する ASAF および EFFAS による共同会議 (ロンドン)</p> <p>9月 SAAJ-IPS セミナー (第1回)を開催</p> <p>10月 ASAF、国際試験・資格制度に ASAF として積極的に参画するための予算計上を決定</p> <p>10月 職業行為基準の改訂案作成のための小委員会、改訂案を策定、規律委員会に提出</p> <p>12月 規律委員会、職業行為基準の改定案を決定</p>	<p>3月 金融再生委、大手15行に対する公的資金注入を決定。総額7.4兆円</p> <p>4月 東京証券取引所、立会場を閉鎖</p> <p>10月 株式売買委託手数料、完全自由化</p> <p>11月 東証、新興企業向けの新市場「マザーズ」発足</p>
2000 (平成12) 年	<p>1月 国際試験・資格制度に関する ASAF および EFFAS による共同会議、東京において開催。主な論点につき大筋の合意成立</p> <p>3月 日米協会間の証券アナリスト資格交換制度が終結</p> <p>4月 「日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準 (SAAJ-IPS)」実施</p> <p>5月 国際試験・資格制度に関する ASAF および EFFAS による共同会議、シカゴにおいて開催。同制度を管理・運営する非営利法人の名称を ACIIA (設立場所ロンドン)、資格の正式名称を CIIA とすることを決定</p> <p>5月 中国証券業協会 (SAC) の職員2名を研修生として受け入れ (~6月)</p> <p>6月 定時会員総会において「証券アナリスト職業行為基準」の改正を承認</p> <p>6月 検定会員について「法人会員もしくは賛助会員の役員」という入会要件を削除</p> <p>6月 ACIIA 第1回年次総会、ロンドンにおいて開催。証券アナリスト国際資格 (CIIA) 制度創設</p> <p>7月 中国証券アナリスト協会 (SAAC) の創立総会、北京で開催</p> <p>8月 証券アナリスト国際資格 (CIIA) 試験制度を所管する専門委員会として、国際試験委員会を設置</p> <p>8月 中国証券監督管理委員会 (CSRC)、中国証券業協会 (SAC) 等の証券アナリストを招いてセミナーを実施 (東京)</p> <p>9月 SAAJ・日本ファイナンス学会共同セミナー (第1回)開催</p> <p>9月 事務所を東京証券取引所ビル内に移転</p> <p>12月 証券アナリスト国際資格 (CIIA) 受験者向けのスクーリング実施</p> <p>12月 「投資パフォーマンス基準研究会」を「投資パフォーマンス基準委員会」として改組・拡充</p>	<p>2月 GIPS の普及、解釈の統一および将来の改正作業を担う国際機関として、投資パフォーマンス協議会 (IPC) 設立</p> <p>6月 ナスダックジャパン、大阪証券取引所で取引開始</p> <p>7月 金融庁が発足</p> <p>10月 千代田生命保険、協栄生命保険、更生特例法の適用申請</p>
2001 (平成13) 年	<p>1月 中国証券アナリスト協会 (SAAC)、ASAF の正会員として加盟</p> <p>1月 CIIA 受験者向けビデオ・スクーリング実施 (東京、大阪)</p> <p>2月 投資パフォーマンス基準委員会の傘下に、「解釈小委員会」および「認証小委員会」を設置</p> <p>3月 第1回 CIIA 試験実施</p> <p>4月 当協会の教育・資格制度において学歴要件を撤廃</p>	<p>3月 日銀、量的金融緩和を決定</p> <p>4月 小泉純一郎内閣発足</p>

	当協会関係	内外政治・経済・金融関係
	<p>4月 中国証券アナリスト協会の訪日団9名を受け入れセミナーを開催</p> <p>6月 夏期SAAJセミナー(第1回)開催</p> <p>7月 投資パフォーマンス基準委員会、SAAJ-IPS エンドースメント・タスクフォースを設置</p> <p>7月 規律委員会の定数を15名以内から20名以内に増員</p> <p>8月 規律委員会、個人会員へのアンケート調査ならびに証券会社、運用会社および事業会社などからヒアリングを実施</p> <p>8月 『ニューズレター』第44号をもって終刊。これを機に『証券アナリストジャーナル』の「協会だより」欄を整備・拡充</p> <p>9月 検定会員15,000人突破</p> <p>11月 中国証券アナリスト協会(SAAC)、ACIIAに加盟</p> <p>12月 「賛助会員入会承認基準」を変更。社員や構成員(大学等教育機関の学生・生徒を含む)に受講者(受講予定者を含む)がいる法人、団体、機関を賛助会員に受け入れが可能に</p>	<p>6月 確定拠出年金法案成立</p> <p>8月 金融庁、「証券市場の構造改革プログラム」公表</p> <p>9月 米国で同時多発テロ</p> <p>9月 政府、構造改革全体の手順を示す改革工程表を公表</p> <p>11月 東京証券取引所、株式会社に移行</p> <p>11月 日本国債、相次いで格下げ</p> <p>12月 米エンロンが連邦破産法第11章適用申請</p>
2002(平成14)年	<p>1月 規律委員会、「証券アナリストの職業倫理を高めるために」を取りまとめ、会員等に公開</p> <p>1月 SAAJ-IPS エンドースメント・タスクフォース、SAAJ-IPS 改訂草案を発表</p> <p>1月 従来『証券アナリストジャーナル』の別冊付録としていた会社説明会要旨についてホームページに移行</p> <p>1月 「資金運用規程」を制定</p> <p>4月 「日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準(SAAJ-IPS)」の改訂版、理事会で承認</p> <p>4月 「証券アナリストの職業倫理を高めるために」を理事会決定、会員に冊子として配布</p> <p>4月 規律委員会の個別案件処理の体制を整備</p> <p>5月 『証券アナリストジャーナル』2002年5月号から職業倫理に関する常設コーナーを設置</p> <p>6月 「証券アナリスト職業行為基準」を改正</p> <p>6月 「投資パフォーマンス基準」改訂版がCVG(日本版グローバル投資基準)として認証される</p> <p>7月 ベトナム証券法制整備研修団に対し研修を実施</p> <p>7月 従来『証券アナリストジャーナル』に掲載していた講演会記録をホームページに移行</p> <p>9月 規律委員会、「証券アナリストが担当会社の発信情報に登場することについての考え方」を発表</p> <p>10月 「日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準(SAAJ-IPS)」改訂版、発効</p> <p>10月 会員と協会間のEメールシステム稼働開始</p> <p>11月 ASAFの事務局機能の一部(Manager's Office)をシドニーより当協会内に移転</p> <p>11月 『証券アナリストジャーナル』に2002年11月号から外部広告の掲載を開始</p> <p>12月 教育委員会傘下に「基礎教育委員会」を新設</p> <p>12月 当協会事務局「中期ビジョン」を策定</p>	<p>1月 ユーロ現金通貨発行開始</p> <p>4月 確定給付企業年金法施行</p> <p>7月 米ワールドコムが破産法の適用申請</p> <p>10月 金融庁「金融再生プログラム」を発表</p>
2003(平成15)年	<p>4月 2003年試験より、第1次、第2次試験結果に関する情報開示を実施</p> <p>5月 規律委員会、「アナリスト・レポート作成の際の留意事項」を取りまとめ、公表</p> <p>6月 『証券アナリストジャーナル』編集委員会、「編集方針」および「編集方針見直しのための具体的施策」を策定</p>	<p>3月 年度末の日経平均株価、21年ぶりに8,000円割れ</p> <p>4月 米・英軍がイラク全土を掌握</p> <p>4月 日経平均株価がバブル崩壊後の安値を更新(終値7,607円)</p>

	当協会関係	内外政治・経済・金融関係
	<p>6月 CMA プログラム第1次試験および第2次試験の合格者を対象にアンケートを実施</p> <p>9月 ディスクロージャー研究会、個人向け情報提供の充実に向けての検討小委員会を設置</p> <p>10月 「検定会員候補者制度」の新設を決定</p> <p>11月 「証券アナリスト基礎講座」および「検定会員候補者」について、法人・賛助会員の研修担当者向けに説明会を実施（東京、大阪）</p> <p>11月 ACIIA 理事会、東京で開催。中国のCIIA 試験制度参加に向けての特別会議を開催</p> <p>12月 「個人投資家の証券市場への参入のために当協会が果たす役割について」公表</p>	<p>7月 リソナ銀行に公的資金1兆9,600億円を注入</p>
2004（平成16）年	<p>2月 ディスクロージャー研究会の検討小委員会、企業におけるホームページなど個人向け情報提供の実情についてアンケート調査を実施</p> <p>3月 規律委員会、証券アナリストの職業倫理を考える際に参考となる資料を1冊に収録した『職業倫理を考えるために—ルールと参考資料—』を刊行</p> <p>4月 検定会員候補者（CCMA）制度の登録申し込み受け付け開始</p> <p>4月 「証券アナリスト基礎講座」スタート</p> <p>4月 会社説明会について、開催会社の同意等を条件に学生の見学参加と報道関係者の参加を認める扱いに</p> <p>5月 「CMA プログラム改訂ワーキンググループ」を設置</p> <p>7月 投資パフォーマンス基準委員会、GIPS 改訂案について寄せられた意見を取りまとめ、IPC に提出</p> <p>10月 ASAF2004 年大会、東京において開催。翌日は中小企業（大田区所在）の工場見学を実施</p> <p>11月 ACIIA 理事会、北京で開催。中国証券監督管理委員会、中国証券業協会を表敬訪問</p> <p>12月 「証券アナリスト基礎講座」修了試験を初めて実施</p> <p>12月 金沢市で初めて講演会を開催</p>	<p>1月 ユシロ化学とソトーが米系投資ファンドのTOBへの対抗策を発表</p> <p>3月 IPC がGIPSの改訂草案を公表</p> <p>6月 ACIIA 本部を英国からジュネーブ近郊に移転することを正式決定。スイス法人として登記</p> <p>7月 米国AIMRはCFAI（CFA協会）に名称変更</p> <p>10月 公益法人会計基準改正</p>
2005（平成17）年	<p>1月 ディスクロージャー研究会、優良企業選定について、評価項目の柱の見直し、新たな取り組みの導入などを決定</p> <p>2月 ACIIA 新メンバーに対する支援の一環として、当協会から台湾にミッションを送り、説明会等を実施</p> <p>3月 CMA プログラム改訂ワーキンググループ、報告書「証券アナリスト教育・試験制度の改訂に向けて」を取りまとめ</p> <p>4月 「日本証券アナリスト協会IRクラブ」発足</p> <p>4月 検定会員から公募した講師を学校や社会人セミナーに派遣する「講師派遣制度」をスタート</p> <p>4月 東京で開催される講演会について会員の参加を有料化、ただし首都圏以外の居住者は無料</p> <p>4月 「証券アナリスト数量分析入門教室」スタート</p> <p>4月 証券アナリスト教育委員会、CMA プログラム改訂ワーキンググループの改定案を了承、理事会で承認</p> <p>5月 CMA プログラムの改訂の骨子および新規事業の動向等について法人・賛助会員研修担当者、大学学生部等責任者を対象に説明会を開催（東京、大阪（6月））</p> <p>6月 「運営委員会規則」および「規律委員会規則」の一部変更を決定、会員以外の有識者を委員に選任することが可能に</p> <p>6月 国際会計基準委員会（IASB）と世界のアナリスト代表とのミーティング（ロンドン）に当協会職員を派遣</p>	<p>2月 ライブドアがニッポン放送株35%取得。フジサンケイグループに事業提携申し入れ</p> <p>2月 IPC がGIPSの改訂案を確定</p> <p>4月 東証、敵対的買収への過剰防衛策自粛を要請</p> <p>6月 会社法成立（2006年5月施行）</p>

	当協会関係	内外政治・経済・金融関係
	<p>6月 福岡で初めて講演会を実施</p> <p>9月 「証券アナリスト教育委員会規則」の一部変更を決定、試験委員会の定数を50名以内から70名以内に増員、国際委員会による答案の採点を日本語以外の答案にも拡大</p> <p>9月 CIIA試験につき、5年間の登録期間内での未合格者を対象とする再登録制度を導入</p> <p>9月 ディスクロージャー研究会、新たに新興市場銘柄および個人投資家向け情報提供における優良企業選定を開始</p> <p>10月 検定会員20,000人突破</p> <p>11月 札幌で初めて講演会を実施</p> <p>12月 「日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準(SAAJ-IPS)」を「グローバル投資パフォーマンス基準-GIPS(日本語版)」に切り替えることを決定</p>	<p>7月 中国人民銀行、人民元レートを切り上げ、管理フロート制に移行</p> <p>8月 参議院で郵政民営化法案否決。衆院解散、総選挙へ</p> <p>9月 衆院選で自民党が圧勝</p> <p>9月 村上世彰氏系の投資ファンドが阪神電気鉄道株を大量取得</p> <p>9月 CIIA学習用教材の提供を行うことを目的とする非営利法人ILPIP(国際投資アナリスト学習教材提供協会)発足</p> <p>10月 郵政民営化関連6法案が成立</p> <p>12月 日経平均株価がほぼ5年ぶりに16,000円台を回復</p>
2006(平成18)年	<p>1月 「グローバル投資パフォーマンス基準-GIPS(日本語版)」発効</p> <p>1月 GIPS(日本語版)に関して、投資パフォーマンス基準セミナーを開催</p> <p>3月 CMAプログラム改訂発表会を法人・賛助会員、検定会員、受講者を対象に開催</p> <p>3月 法人・賛助会員人事研修部、大学関係者等を対象にCMAプログラム改訂の説明会を実施(東京、大阪)</p> <p>4月 新しい公益法人会計基準を適用</p> <p>4月 大学向けに証券アナリスト基礎講座テキストの販売を開始</p> <p>4月 仙台で初めて講演会を開催</p> <p>4月 「人事・報酬委員会」の設置を決定</p> <p>4月 CMA講座の改訂前プログラムによる第1次試験の最終年となるため、春試験と秋試験(4月、9月)の2回実施</p> <p>4月 2年後稼働をめどに基幹コンピュータシステムの再構築を行うことを決定</p> <p>5月 2007年度以降、第1次試験を年2回実施することを決定</p> <p>6月 新プログラムによる第1次レベル講座スタート</p> <p>6月 国際会計基準委員会(IASB)と世界のアナリスト代表とのミーティングに当協会職員が出席(ロンドン)</p> <p>9月 セクターアナリストを講師とした業界動向の講演会シリーズ(第1回)を実施</p> <p>9月 個人向け会社説明会を試行的に初めて開催</p> <p>11月 海外の協会に所属するCIIA資格保有者が当協会のCMA資格を取得する場合に、通信教育講座および試験の一部を免除することを決定</p> <p>12月 広島で中国地区初の講演会を開催</p>	<p>3月 日銀、量的金融緩和政策の解除を決定</p> <p>3月 日経平均株価が5年7か月ぶりに17,000円台を回復</p> <p>4月 GIPS所管機構の見直し。新たにGIPS Executive Committeeおよびその傘下にGIPS Councilと各種小委員会が発足</p> <p>6月 公益法人改革関連3法公布</p> <p>6月 金融商品取引法成立</p> <p>7月 日銀がゼロ金利政策を解除</p>
2007(平成19)年	<p>2月 投資パフォーマンス委員会と二つの小委員会を、「投資パフォーマンス基準委員会」として統合</p> <p>4月 京都大学大学院、修業年限を1年半とするコースを新設、CMA、CIIAに当コースへの出願資格を賦与</p> <p>5月 富裕層向け資格・研修制度について検討するためのワーキング・グループを立ち上げ</p> <p>6月 改訂前プログラムによる第2次試験の最終年となるため、第2次試験を春(6月)と秋(12月)の2回実施</p>	<p>6月 ベア・スターンズ、傘下のヘッジファンドの資金繰り悪化</p>

	当協会関係	内外政治・経済・金融関係
	<p>6月 第2次レベル講座の科目名を変更。「財務分析」を「コーポレート・ファイナンスと企業分析」に、「経済」を「市場と経済の分析」に</p> <p>8月 新プログラムによる第2次レベル講座をスタート</p> <p>8月 ① GIPS への準拠状況等に関する当協会のアンケートおよび② 2010年基準改訂に関する GIPS EC のアンケートを運用会社、検証会社、コンサルタント、年金等に送付。回答結果概要を当協会ホームページに掲載するとともに、②について GIPS EC に報告</p> <p>9月 「公益法人改革対応準備ワーキング・グループ」を組成</p> <p>11月 兜町平和ビルに事務室、会議室を新たに賃借</p> <p>12月 プライベートバンキング・セミナー（第1回）開催</p>	<p>7月 英国金融サービス機構（FSA）、英国での証券関連業務従事者の要件を満たす資格の一つとして CIAA を認定。これにより証券関連7業種について FSA が義務付けている試験の一部が免除に</p> <p>8月 BNP パリバ、傘下ファンドの払い戻し凍結（パリバ・ショック）</p> <p>9月 英蘭銀行、住宅金融会社ノーザン・ロックに対する金融支援を決定</p> <p>9月 「金融商品取引法」施行</p> <p>10月 日本郵政公社民営化</p>
2008（平成20）年	<p>1月 「法人会員入会承認基準」の改定、「賛助会員入会承認基準」の廃止、「入会審査ガイドライン」の設定を決定</p> <p>1月 「50周年記念事業対応ワーキンググループ」を組成</p> <p>3月 第20回日米協会共同セミナー開催、20回を記念してレセプションや講義録の展示を実施</p> <p>4月 証券アナリスト基礎講座修了試験について、受講者が希望の日時、会場で受験できる方式に変更</p> <p>4月 当協会初の「寄附講座」を立命館大学で開催</p> <p>6月 改訂プログラムによる初の第2次試験を実施</p> <p>6月 九州地区（山口県を含む）交流会発足（初めての地区交流会）</p> <p>8月 国内外の CIAA 保有者間での情報・意見交換のための CIAA Forum（チャット・ルーム）を創設</p> <p>10月 ASAF 年次総会（バンコク）で定款の変更を承認。名称を ASAF から ASIF に変更したほか、1カ国から複数メンバーの加盟が可能に</p> <p>10月 『証券アナリストジャーナル』編集方針を5年ぶりに改訂</p> <p>12月 『証券アナリストジャーナル』の発行日を毎月月末から1日に繰り上げ</p> <p>12月 「中期経営計画（2012年度まで5年間）」を策定</p>	<p>7月 台北当局、CIAA 資格保有者に対し、証券業務従事者に義務付けている試験4科目のうち3科目を免除</p> <p>9月 リーマン・ブラザーズが連邦破産法第11章の適用を申請（リーマン・ショック）</p> <p>10月 日経平均株価、26年ぶりに一時7,000円割れ</p> <p>12月 公益法人制度改革関連3法施行</p>
2009（平成21）年	<p>1月 プライベート・バンキング補完セミナー開催</p> <p>3月 第21回日米協会共同セミナー開催、本共同セミナーはこれをもって終了</p> <p>3月 基幹コンピュータシステムの抜本的再構築完了、新システム稼働開始。協会ホームページも全面リニューアル、『証券アナリストジャーナル』掲載論文のダウンロードが可能に</p> <p>4月 ESG 要因研究会を設置</p> <p>6月 GIPS2010年改訂草案について当協会に寄せられた意見を取りまとめ、GIPS EC に意見書を提出</p> <p>8月 役員改選、理事数は従来の40名から26名に</p> <p>8月 収支対策ワーキンググループ発足</p>	<p>1月 GIPS の2010年改訂草案公開</p> <p>7月 IFRS 対応会議発足、当協会専務理事が委員に就任</p> <p>8月 民主党、総選挙で野党として戦後初めて過半数議席を獲得</p> <p>8月 米国 CFA 協会、ICIA から脱退</p>



	当協会関係	内外政治・経済・金融関係
	<p>8月 企業会計基準委員会と当協会企業会計研究会実務家委員との情報交換会（第1回）を開催</p> <p>10月 第24回証券アナリスト大会開催、新企画として午前中に海外からの講師も交え資産運用関連の講演を実施</p> <p>11月 東海地区（愛知、岐阜、三重、静岡の4県）交流会発足</p> <p>11月 ESG要因研究会、「ESG要因の認知度」に関するアンケート調査を実施</p>	<p>11月 アラブ首長国連邦のドバイ政府、政府系持株会社ドバイ・ワールドの債務返済繰り延べを要請（ドバイ・ショック）</p>
2010（平成22）年	<p>1月 IFRS対応会議の依頼により、企業会計研究会、ディスクロージャー研究会等の委員を対象に、IFRSに関するアンケート調査を実施</p> <p>2月 「ポートフォリオ理論初級講座」開設</p> <p>2月 SAAJ国際セミナー（第1回）開催</p> <p>3月 『証券アナリストジャーナル』掲載論文のPDF化完了。会員（無料）だけでなく、非会員（有料）にもダウンロードサービスを提供</p> <p>4月 GIPS2010年改訂版の日本語訳、GIPS ECによりGIPS日本語版として認証</p> <p>5月 プライベート・バンキング教育研究会を立ち上げ</p> <p>6月 代議員制度導入を決定</p> <p>6月 検定会員を対象に企業会計に関する包括的なアンケート調査を実施、7月にアンケート集計結果を公開</p> <p>6月 企業価値分析におけるESG要因研究会、研究成果を取りまとめた「企業価値分析におけるESG要因」を公表</p> <p>7月 セミナー・講演会について、有料の動画配信開始</p> <p>7月 代議員選挙等に関する規定を制定</p> <p>9月 代議員選挙実施 立候補者全員を無投票で代議員に選任</p> <p>10月 北陸地区（福井、石川、富山の3県）交流会発足</p> <p>11月 代議員制度導入後、初の臨時総会を開催</p> <p>11月 内閣府公益認定等委員会に対し、公益社団法人への移行認定を申請</p> <p>11月 非会員向けに講演要旨のダウンロード販売を開始</p> <p>11月 ACIIA設立10周年記念セミナー開催</p>	<p>1月 日本航空、会社更生法の適用を申請</p> <p>2月 トヨタ社長、大量リコール問題で米下院公聴会に出席</p> <p>4月 ギリシャ政府、EU、IMF、ECBに対し資金支援を要請</p> <p>7月 米議会、金融規制改革法案を可決</p> <p>10月 日銀、「包括的な金融緩和策」を実施</p>
2011（平成23）年	<p>1月 プライベートバンキング基礎知識体系（PB CKB）案を作成し会員等からのコメントを募集</p> <p>2月 「デリバティブ初級講座」を初開催</p> <p>3月 内閣総理大臣より公益認定を受ける</p> <p>4月 公益社団法人に移行</p> <p>4月 震災被災地受講者への特別措置（教材の無償提供、受験・受講期間の延長等）を実施</p> <p>4月 震災義援金の拠出・募集を実施</p> <p>4月 会員種類として「個人賛助会員」を新設する一方、IRクラブの新規加入の申込受付を停止</p> <p>4月 「証券アナリスト基礎講座」のテキストを7年ぶりに一新</p> <p>5月 プライベートバンキング基礎知識体系（PB CKB）が完成</p> <p>6月 震災・復興に対する市場からの提言「証券アナリストの立場から」を公表</p> <p>7月 資金運用諮問会議を設置</p> <p>9月 北海道地区交流会の設立</p> <p>9月 「継続学習検討ワーキング・グループ」を設置</p>	<p>1月 GIPS2010年改訂発効</p> <p>3月 東日本大震災発生</p>
2012（平成24）年	<p>2月 英国を拠点とするCISI、ACIIAに加盟</p> <p>3月 関西地区交流会発足</p>	

## 英文略語一覧

ABAMEC	Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais	ブラジルアナリスト協会
ACIIA	Association of Certified International Investment Analysts	CIIA 協会
AIMR	Association for Investment Management and Research	(米国) 投資管理調査協会
APT	Arbitrage Pricing Theory	裁定評価理論
ASAC	Asian Securities Analysts Council	アジア証券アナリスト協議会
ASAF	Asian Securities Analysts Federation	アジア証券アナリスト連合会
ASBJ	Accounting Standards Board of Japan	企業会計基準委員会
ASIF	Asian Securities and Investments Federation	アジア証券・投資アナリスト連合会 (ASAF の後継組織)
AZEK	Training Centre for Investment Professionals	(スイス) 投資専門家教育センター
BOK	Body of Knowledge	(証券アナリストに必要な) 学問・知識体系
CAPM	Capital Asset Pricing Model	資本資産価格モデル
CCC	Candidate Curriculum Committee	(AIMR) カリキュラム委員会
CFA	Chartered Financial Analyst	(米国) CFA 協会認定証券アナリスト
CFAI	CFA Institute	(米国) CFA 協会 (AIMR の後継組織)
CIIA	Certified International Investment Analyst	国際公認投資アナリスト
CIWM	Certified International Wealth Manager	国際公認ウェルスマネジャー
CKB	Common Knowledge Base	(証券アナリストに必要な) 基礎知識体系
CMA	Chartered Member of Securities Analysts Association of Japan	日本証券アナリスト協会検定会員
CCMA	Candidate for CMA	日本証券アナリスト協会検定会員候補者 (略称: 検定会員補)
CRUF	Corporate Reporting Users' Forum	企業財務報告利用者フォーラム
CSRC	China Securities Regulatory Commission	中国証券監督管理委員会
CVG	Country Version of GIPS	GIPS 各国版
EFFAS	European Federation of Financial Analysts Societies	欧州証券アナリスト協会連合会
ESG	Environmental, Social and Governance	環境・社会・ガバナンス
FAF	Financial Analysts Federation	全米証券アナリスト協会連合会
FASB	Financial Accounting Standards Board	(米国) 会計基準審議会
FASF	Financial Accounting Standards Foundation	財務会計基準機構
GIPS	Global Investment Performance Standards	グローバル投資パフォーマンス基準
GIPS EC	GIPS Executive Committee	GIPS エグゼクティブ コミティー (IPC の後継組織)
IAS	International Accounting Standards	国際会計基準
IASB	International Accounting Standards Board	国際会計基準審議会 (IASC より改組)
IASC	International Accounting Standards Committee	国際会計基準委員会
IASCF	IASC Foundation	国際会計基準委員会財団 (IASC より改組)
ICC	International Coordinating Committee	国際調整委員会
ICFA	Institute of Chartered Financial Analysts	(米国) 公認証券アナリスト協会
ICIA	International Council of Investment Association	国際投資アナリスト協会協議会 (ICC の後継組織)
IEC	(ACIIA) International Examinations Committee	国際試験委員会
IFRS	International Financial Reporting Standards	国際財務報告基準
IIMR	Institute of Investment Management and Research	(英国) 証券アナリスト協会
ILPIP	International Learning Platform for Investment Professionals	国際投資アナリスト学習教材提供協会
IOSCO	International Organization of Securities Commissions	国際証券監督者機構
IPC	Investment Performance Council	投資パフォーマンス協議会
ISFA	International Society of Financial Analysts	(AIMR) 国際証券アナリスト協会
PB CKB	Private Banking CKB	プライベートバンキング基礎知識体系
PPS	Performance Presentation Standards	パフォーマンス報告基準
SAAC	Securities Analysts Association of China	中国証券アナリスト協会
SAAJ	Securities Analysts Association of Japan	日本証券アナリスト協会
SAAJ/IPS	SAAJ/Investment Performance Standards	日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準
SAC	Securities Association of China	中国証券業協会
TG	Translation of GIPS	GIPS 翻訳版

## (付) 米国アナリスト協会の歴史

1947年	地域別組織の連合会として NFFAS (National Federation of Financial Analysts Society) が設立
1961年	NFFAS は FAF (Financial Analysts Federation) と名称変更 同年、CFA 試験を行うために ICFA (Institute of Chartered Financial Analysts) を設立
1990年	ICFA と FAF の親組織として AIMR (Association for Investment Management and Research) が設立
1999年	ICFA と FAF は合併し AIMR に一本化
2005年	AIMR は CFAI (CFA Institute) に名称変更 現在に至る

## 日本証券アナリスト協会 歴代役員

年 月	会長	副会長			専務理事	常務理事 (注)
1962.10	小池厚之助	西村正己				
1963.04	▽	▽				(久米武文) ①
1964.06	▽	▽	佐々木恭太郎			(▽)
1964.10	▽	▽	▽			(▽)
1964.12	▽	▽	高橋鉦太郎			(▽)
1965.04	▽	▽	▽			久米武文 ②
1965.05	西村正己	土屋陽三郎	▽	山中 宏		▽
1968.12	瀬川美能留	▽	▽	▽		▽
1969.07	▽	▽	池浦喜三郎	▽		▽
1971.07	▽	▽	▽	▽		竹下文雄
1973.06	▽	▽	▽	▽	竹下文雄	③
1974.03	白木小一郎	▽	▽	▽	▽	
1976.02	▽	▽	▽	▽	吉野道夫	
1980.03	山内 隆博	山崎富治	▽	▽	▽	
1984.05	▽	▽	▽	▽	由良玄太郎	
1986.02	▽	大石 巖	▽	▽	▽	
1988.03	梅村正司	▽	▽	▽	▽	
1989.07	▽	加藤精一	▽	▽	▽	
1991.07	北村一男	▽	▽	▽	▽	
1993.07	上條俊昭	▽	▽	▽	安田 正	…④
1995.07	▽	▽	▽	▽	▽	剣持宣揚
1996.06	土井定包	▽	▽	▽	▽	▽
1997.10	(代行) 加藤精一	…	▽	▽	▽	▽
1998.04	加藤精一	…	▽	▽	▽	▽
1998.10	▽	…	▽	▽	▽	…
1998.11	▽	…	…	▽	▽	…
1999.08	▽	金子昌資	藤澤義之	▽	▽	天野俊彦
2001.08	金子昌資	蔵元康雄	▽	大橋善晃	萩原清人	▽
2005.08	▽	山本高稔	大場昭義	川北英隆	▽	▽
2006.12	(代行) 川北英隆	▽	▽	▽	▽	▽
2007.04	鈴木行生	▽	▽	▽	▽	八木 健
2009.08	稲野和利	新井富雄	▽	…	▽	▽
2011.08	▽	▽	▽	…	▽	▽

(注) ① 1963年4月から1965年4月までは事務局長。

② 1965年4月、旧常勤監事を廃止し、常務理事を設置。

③ 1973年6月、社団法人移行を機に常務理事を専務理事と改称。

④ 1993年7月、定款改訂により新たに常務理事ポストを設置。

## 第 1 ～ 26 回日本証券アナリスト大会テーマ、講師等一覧 (1 / 4)

大会 (日時)	大会テーマ	記念講演 (演題・スピーカー)
第 1 回大会 '86.7.8	証券新時代を迎えて — New Era in Investment Analysis	ハイテクノロジーと企業戦略 関本忠弘 (日本電気株式会社 社長)
第 2 回大会 '87.7.14	アナリスト時代の幕開け — 広い視野と深い思考	高度情報化社会と民営化後の NTT 児島 仁 (日本電信電話株式会社 代表取締役副社長)
第 3 回大会 '88.7.5	新たなる飛躍をめざして — 国際的視野と高度の分析	鉄道事業の将来と JR 住田正二 (東日本旅客鉄道株式会社 代表取締役社長)
第 4 回大会 '89.7.12	90 年代への飛翔 — 変革への挑戦と深い分析	リース産業の現状とノンバンクについて 宮内義彦 (オリックス株式会社 代表取締役社長)
第 5 回大会 '90.10.29	歴史的変革期を迎えて — 明確な時代認識と分析力	新しい国際情勢とグローバル戦略 入交昭一郎 (本田技研株式会社 代表取締役副社長)
第 6 回大会 '91.10.7	変わる世界、変わる市場 — 高まるアナリストへの期待とその役割	21 世紀へ向けての企業経営 青井舒一 (株式会社東芝 代表取締役社長)
第 7 回大会 '92.10.5	新たな潮流、確かな価値観 — 問われるアナリストの見識	時代の潮流と企業の成長 鈴木敏文 (株式会社セブンイレブン・ジャパン 代表取締役社長)
第 8 回大会 '93.10.5	新たな座標軸を求めて — プロフェッションの確立	構造変革下の企業経営 金井 努 (株式会社日立製作所 代表取締役社長)
第 9 回大会 '94.10.5	証券市場の未来を創る — 広がるアナリストの役割	新しい時代での花王の行き方 — 新たな企業イメージを求めて 渡邊正太郎 (花王株式会社 代表取締役副社長)

パネル・ディスカッション等		
形式	テーマ	講師・パネリスト（※印は司会者）
シンポジウム	日本における証券アナリストの役割と期待像	北村一男、蔵元康雄、小林弘二、佐野角夫、E. マーナー、※上條俊昭
シンポジウム	市場構造の変化と証券運用 — わが国の株価形成と投資尺度	金子昌資、田遠健一、原木保平、藪田安晴、山本章雄、山本 平、※神崎倫一
シンポジウム	企業活動のグローバル化と経営戦略	金川千尋、中雄政幸、村瀬光正、吉田春樹、D. ウィリアムス、※三國陽夫
分科会	A. インサイダー取引規制とディスクロージャー	小野輝治、神崎克郎、黒川 勲、向後延恒、鈴木行生、堀本 修、※鈴木 治
	B. リストラクチャリングと経営戦略	宮部義一、門田研造、※青山浩一郎
パネル・ディスカッション	1. 日本の株式市場の展望	浦上邦雄、蔵元康雄、辻 雅夫、藪田安晴、※片田晋造
	2. 国際化時代における IR 活動とディスクロージャー	伊藤邦雄、井口卓也、黒川 勲、鍋田光男、吉岡洋二、※鶴野史郎
パネル・ディスカッション	A. 90 年代の国際資金需給	加々美信光、寿崎雅夫、増永 嶺、※重松政男
	B. 証券市場の変化とアナリストのあり方	井手正介、川浦清孝、久保寺寛次、蔵元康雄、力丸 洋、※三國陽夫
パネル・ディスカッション	A. 株式市場の課題と展望	早野利人、村田嘉一、J.M. プライス、田口 弥、※神崎倫一
	B. アナリストの企業評価のあり方	岩野正宏、梶原健司、久野正徳、田邊孝則、※伊藤邦雄
パネル・ディスカッション	A. 新しい日本産業の発展を探る — 21 世紀に向けての産業構造変化と競争力	大村和夫、熊谷 巧、中澤佐市、松下伸吾、森谷正規、※林 信道
	B. プロフェッショナル・アナリストを目指して — リサーチ・アナリストの課題と運用サイドからの要望	海津政信、梶田和久、山田正次、吉野永之助、※秋本英明
対談	市場のルールとアナリスト	井手正介、神田秀樹、（※協会 由良顧問）
パネル・ディスカッション	株価レーティングの意義と諸問題	浅野幸弘、スティーブン・ウォールフ、鈴木行生、山口勝業、※太田八十雄

## 第 1 ～ 26 回日本証券アナリスト大会テーマ、講師等一覧 (2 / 4)

大会 (日時)	大会テーマ	記念講演 (演題・スピーカー)
第 10 回大会 '95.10.5	証券市場の新たな構築をめざして — 高まるアナリストの使命	京セラの海外展開と通信事業戦略 稲盛和夫 (京セラ株式会社 会長)
第 11 回大会 '96.10.4	変革期の運用戦略を探る — グローバルな視点と高度の分析	情報革新がもたらす文化への影響 藤田史郎 (NTT データ通信株式会社 代表取締役会長)
第 12 回大会 '97.10.9	ビッグバンに向けて — グローバル・スタンダードへの対応	HOYA の経営革新 鈴木哲夫 (HOYA 株式会社 取締役会長)
第 13 回大会 '98.10.9	市場再生に向けて — 企業の評価尺度と経営革新	企業再生への道のり — 経営改革の 10 年 武田國男 (武田薬品工業株式会社 代表取締役社長)
第 14 回大会 '99.10.8	21 世紀の経営を求めて — 日本企業再考	デジタルネットワーク時代のソニーの挑戦 出井伸之 (ソニー株式会社 代表取締役社長・CEO)
第 15 回大会 '00.10.13	IT 革命と日本の産業・企業の変革 — 新たな事業・経営戦略を求めて	トヨタの経営戦略と IT 張 富士夫 (トヨタ自動車株式会社 取締役社長)
第 16 回大会 '01.10.5	日本企業構造変化への挑戦	超・製造業への挑戦 中村邦夫 (松下電器産業株式会社 代表取締役社長)
第 17 回大会 '02.10.4	グローバル新時代の日本と企業 — 新たなビジネスモデルを求めて	少数精鋭の経営戦略 — 安定成長で企業価値を高める 金川千尋 (信越化学工業株式会社 代表取締役社長)

パネル・ディスカッション等			
形式	テーマ	講師・パネリスト（※印は司会者）	
対談	ディスクロージャー新時代の幕開け	佐野角夫、松島憲之、※末村 篤	
パネル・ディスカッション	投資環境の変化とアナリストの新たな役割	木村 哲、平沼 亮、馬淵治好、武者陵司、※田邊孝則	
対談	年金運用の新しい展開 — 年金からのメッセージ	榊原茂樹、寺田 徳	
パネル・ディスカッション	年金運用の新しい展開 — 運用スタイルの多様化とアナリストの役割	クリフォード J. ショウ、鈴木孝之、寺西清高、藤田 勉、山田正次、※榊原茂樹	
基調講演	グローバル・スタンダードとアナリストの役割	中川 洋	
パネル・ディスカッション	グローバル・スタンダードとアナリストの役割	デービッド・アトキンソン、平野清久、松下 律、松島憲之、山内一三、吉田憲一郎、※秦 信行	
基調講演	企業の評価尺度と経営革新	井手正介	
パネル・ディスカッション	企業の評価尺度と経営革新	氏家忠彦、高谷 卓、大原 透、栗山 史、松岡真宏、※井手正介	
基調講演	21 世紀の日本企業の経営を考える	伊藤邦雄	
パネル・ディスカッション	21 世紀の日本企業の経営を考える	河添克彦、松田昌士、橋本尚人、松島憲之、※伊藤邦雄	
基調講演	IT 革命と日本の産業・企業の変革 — 新たな事業・経営戦略を求めて	国領二郎	
パネル・ディスカッション	IT 革命と日本の産業・企業の変革 — 新たな事業・経営戦略を求めて	青木輝夫、新宅正明、田村達也、中嶋光正、太田清久、※国領二郎	
基調講演	日本企業構造変化への挑戦	伊丹敬之	
パネル・ディスカッション	日本企業構造変化への挑戦	石津進也、丹羽宇一郎、宮村眞平、八城政基、鈴木行生、※伊丹敬之	
基調講演	グローバル新時代の日本と企業 — 新たなビジネスモデルを求めて	米倉誠一郎	
パネル・ディスカッション	グローバル新時代の日本と企業 — 新たなビジネスモデルを求めて	朝香聖一、井植 敏、武藤信一、茂木友三郎、北野 一、※米倉誠一郎	



## 第 1 ～ 26 回日本証券アナリスト大会テーマ、講師等一覧 (3 / 4)

大会 (日時)	大会テーマ	記念講演 (演題・スピーカー)
第 18 回大会 '03.10.3	閉塞からの脱却 — 知的創造経営を目指して	三菱商事の価値創造経営 佐々木幹夫 (三菱商事株式会社 代表取締役社長)
第 19 回大会 '04.10.18	日本企業の復活・発展 — 企業経営システムの視点を踏まえて	漢方療法的企業再生 永守重信 (日本電産株式会社 代表取締役社長)
第 20 回大会 '05.10.7	グローバルな M&A 時代の経営戦略	JT の海外展開と経営戦略 本田勝彦 (日本たばこ産業株式会社 代表取締役社長)
第 21 回大会 '06.10.6	資本市場のよりよき発展を目指して — 経営者のあり方、アナリストの使命	コマツの経営構造改革 — 強みを磨き、弱みを改革 坂根正弘 (株式会社小松製作所 代表取締役社長)
第 22 回大会 '07.10.12	日本企業の持続的成長に向けて	ゲーム開発と経営の関係 — 共通して見えるもの 岩田 聡 (任天堂株式会社 取締役社長)
第 23 回大会 '08.10.10	グローバル化の中での企業経営と魅力ある 金融市場	転換点を迎えた世界経済と商社ビジネス 朝田照男 (丸紅株式会社 代表取締役社長)

パネル・ディスカッション等		
形式	テーマ	講師・パネリスト（※印は司会者）
基調講演	閉塞からの脱却 — 知的創造経営を目指して	伊藤元重
パネル・ディスカッション	閉塞からの脱却 — 知的創造経営を目指して	小野寺 正、坂本幸雄、福地茂雄、三木谷浩史、松島憲之、※伊藤元重
特別講演	コーポレート・ガバナンスの強化と日本企業の復活	宮内義彦
基調講演	日本企業の復活・発展 — 企業経営システムの視点を踏まえて	宮島英昭
パネル・ディスカッション	日本企業の復活・発展 — 企業経営システムの視点を踏まえて	木村昌平、下垣内洋一、高木 茂、和地 孝、佐藤文昭、※宮島英昭
基調講演	M&A時代の法的課題	落合誠一
パネル・ディスカッション	グローバルな M & A 時代の経営戦略	青木初夫、芦田昭充、西口泰夫、落合誠一、服部暢達、野崎浩成、※藤田 勉
基調講演	資本市場のよりよき発展を目指して — 経営者のあり方、アナリストの使命	伊藤邦雄
パネル・ディスカッション	資本市場のよりよき発展を目指して — 経営者のあり方、アナリストの使命	落合正美、木瀬照雄、長島 徹、淵田康之、※伊藤邦雄
基調講演	日本企業の持続的成長に向けて	竹内弘高
パネル・ディスカッション	日本企業の持続的成長に向けて	岩田彰一郎、内藤晴夫、東 哲郎、山下 徹、山本高稔、※竹内弘高
基調講演	グローバル化の中での企業経営と魅力ある金融市場	榊原英資
パネル・ディスカッション	グローバル化の中での企業経営と魅力ある金融市場	加藤壹康、古賀信行、小林喜光、森 雅彦、山口 敦、※榊原英資

## 第 1 ～ 26 回日本証券アナリスト大会テーマ、講師等一覧 (4 / 4)

大会 (日時)	大会テーマ	記念講演 (演題・スピーカー)
第 24 回大会 '09.10.9	金融・経済危機とその克服	(午前の部) 資産運用関連講演 セッション1 リスク・マネジメント 再考 鹿毛雄二 (前企業年金連合会常務理事 ・運用執行理事) セッション2 ガバナンスの重要性 Charles D. Ellis (ホワイトヘッド財団理事長、 バンガード社外取締役) (午後の部) 新しい経済の構図とそこにおける日本の役割 福井俊彦 (キャノングローバル戦略研究所理事長、 前日本銀行総裁)
第 25 回大会 '10.10.8	台頭する新興国と日本企業の経営戦略	市場経済の効用 齊藤 惇 (株式会社東京証券取引所グループ 取締役兼代表執行役社長)
第 26 回大会 '11.10.14	よみがえれ日本 — 大震災を乗り越えて	企業革新への挑戦 — 3つの荒波を乗り越えた攻めの経営 古森重隆 (富士フイルムホールディングス 株式会社 代表取締役 CEO)

パネル・ディスカッション等		
形式	テーマ	講師・パネリスト（※印は司会者）
基調講演 パネル・ディスカッション	金融・経済危機とその克服 金融・経済危機とその克服	富山和彦 秋草史幸、服部重彦、山口範雄、依田 誠、三宅一弘、※富山和彦
講演 パネル・ディスカッション	文明論と歴史観から考える新興国投資 台頭する新興国と日本企業の経営戦略	山本誠一郎 藍澤基彌、木川理二郎、柳楽幸雄、山田邦雄、※佐治信行
講演 パネル・ディスカッション	ストーリーとしての競争戦略 よみがえれ日本 ― 大震災を乗り越えて	楠木 建 碓井 稔、大八木成男、新浪剛史、藤森義明、※北野 一



## 証券アナリストジャーナル賞 歴代受賞者・受賞論文一覧

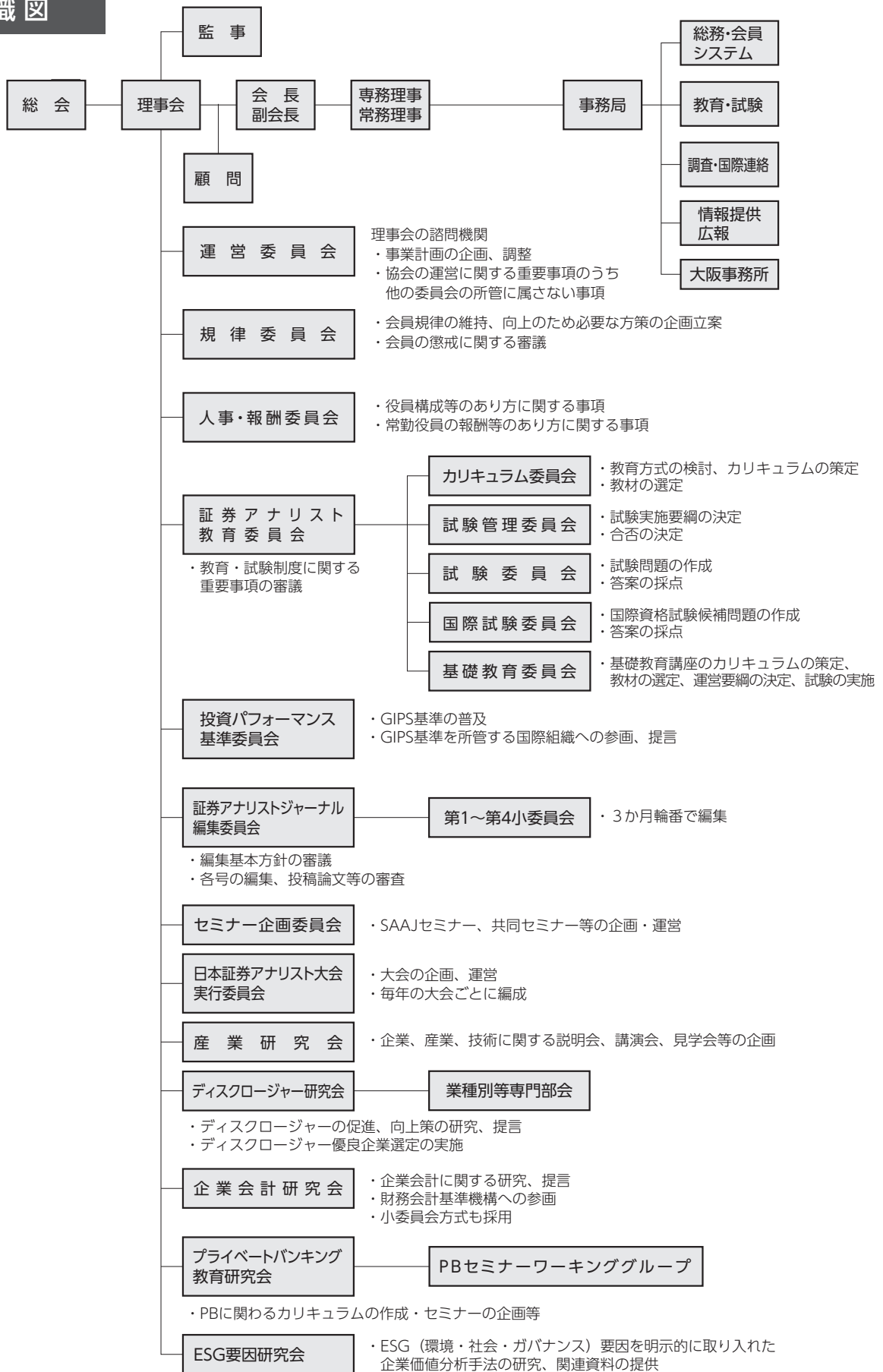


(敬称略、所属はジャーナル誌掲載時)

受賞年次	(編数)	受賞者名	論文タイトル
■ 第1回(1989年)	(3編)	若杉 敬明 (東京大学)	佳作 APTに基づくシステムティック・リスクの推定
		小野寺 敬 (日本経済新聞社)	
		猪狩 浩一郎 (日本経済新聞社)	
		伊藤 邦雄 (一橋大学)	佳作 M&Aによる企業価値創造効果の日米比較
		加藤 国雄 (野村総合研究所)	佳作 債券のバッシブ運用
■ 第2回(1990年)	(4編)	明田 雅昭 (野村総合研究所)	インデックス売買の適正規模
		高橋 元 (日興リサーチセンター)	低位株効果の分析と評価—高パフォーマンスの源泉を探る
		吉原 正善 (住友信託銀行)	日本市場におけるβ値の実証研究
		浅野 幸弘 (住友信託銀行)	国際分散投資：理論と実証のインプリケーション
■ 第3回(1991年)	(2編)	俊野 雅司 (大和総研)	オプション・モデルの有効性
		山口 勝業 (LTCB-MAS インベストメント)	アクティブ株式運用のためのエキスパート・システム—成長志向と割安志向の理論・方法・検証
■ 第4回(1992年)	(2編)	三木 隆二郎/小守林 克哉 (第一生命保険)	TOPIXは有効フロンティア上の上のっているか—様々なヴァリエーション手法による株式モデルの検討
		高野 真 (大和総研)	株主資本利益率(ROE)と株式の評価—ROEバリエーションモデルによるフェアバリューの算定
■ 第5回(1993年)	(2編)	荻島 誠治 (野村総合研究所)	株式持ち合いが株価形成に与える影響
		川原 淳次/村瀬 祐一 (NOMURA ROSENBERG INVESTMENT TECHNOLOGY INSTITUTE)	日中における株価変動の分析
■ 第6回(1994年)	(1編)	川原 淳次 (野村総合研究所)	執行コストの評価とベスト・エグゼキューション
■ 第7回(1995年)	(2編)	桶田 幸宏 (和光証券)	DDMによる店頭公開株の初値の評価
		宇野 健司 (大和総研)	CCRによる企業分析と投資手法—株主の視点から見直した経営および投資指標
■ 第8回(1996年)	(2編)	伊藤 敬介 (日本興業銀行)	アナリスト予想データとアクティブ運用
		阪田 聡人 (LTCB-MAS)	外国債券を含むポートフォリオのリスク・リターンの特性
■ 第9回(1997年)	(1編)	白木 豊/加藤 直樹 (日興リサーチセンター)	EVA™モデルの考え方と日本企業への適用
■ 第10回(1998年)	(2編)	松村 尚彦 (さくら総合研究所)	バリュー効果とミス・プライシング修正仮説—日本の株式市場における検証結果—
		諏訪部 貴嗣 (野村証券)	投資期間が国際分散投資のリスクに与える影響
■ 第11回(1999年)	(3編)	臼杵 政治/佐々木 進 (ニッセイ基礎研究所)	FAS87適用企業にみる退職給付の積立不足と株式の評価
		太田 智之 (野村証券金融研究所)	市場ポートフォリオとベンチマーク・インデックス
		大関 洋 (日本生命保険)	債券ベンチマーク：その特性と利用上の留意点について
■ 第12回(2000年)	(2編)	大庭 昭彦 (野村証券金融研究所)	親子上場と日本株ベンチマークの考え方
		山田 聡 (日興ソロモン・スミス・バーニー証券)	日本国債のリスク・プレミアムと投資戦略への応用
■ 第13回(2001年)	(2編)	中熊 靖和/石井 文彦 (野村信託銀行)	TOPIX新規組入れ銘柄におけるアブノーマルリターンとインデックス運用に対する影響
		諏訪部 貴嗣 (野村証券)	ボーダーレス時代のグローバル株式投資—カントリーからグローバル・インダストリーへ—
■ 第14回(2002年)	(2編)	大森 孝造 (中央三井信託銀行)	金利変動リスクと年金資金の戦略的資産配分
		福嶋 和子 ((財)年金総合研究センター)	株式投資スタイル運用の現状とスタイルベンチマーク

■ 第15回(2003年)	(2編)	金子 久 (野村総合研究所)	個人投資家の投資行動と普及への展望
		袖山 則宏/矢野 学 (住友信託銀行)	アクティブ能力と運用制約
■ 第16回(2004年)	(3編)	朝倉 庸仁 (住友信託銀行) 宇野 陽子 (格付投資情報センター (R&I))	構成銘柄のウェートをを用いた年金マネジャーの投資行動とハーディング
		笠利 宏 鍛冶 篤 片岡 淳 (みずほ信託銀行)	モデルの差異が RMBS 評価に及ぼす影響
		岡田 克彦 (IZ Management)	日経 225 構成銘柄入れ替えにおける株価動向とトレーディングシミュレーション - 1991 年以降の全銘柄入れ替えの分析 -
■ 第17回(2005年度)	(4編)	中島 英喜 (みずほ年金研究所)	リスク推定値の時系列を用いたアクティブ戦略評価
		岩本 純一 (住友信託銀行)	株式と債券の相関係数に影響を及ぼすファクターアセットアロケーションと年金 ALM
		山口 勝業 (イボットソン・アソシエイツ・ジャパン)	わが国産業の株式期待リターンのサプライサイド推計 - 法人企業統計に基づく業種別集計データの長期時系列分析 -
		村宮 克彦 (神戸大学大学院経営学研究科博士課程)	経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト
■ 第18回(2006年度)	(2編)	諏訪部 貴嗣 (ゴールドマン・サックス証券)	株主価値を向上させる配当政策
		岡田 賢悟 (住友信託銀行)	小型株効果と企業規模 - 割安株効果との新たな関係 -
■ 第19回(2007年度)	(3編)	臼杵 政治 (ニッセイ基礎研究所)	LDI は確定給付年金を救えるか - 日本での効果と課題 -
		清水 康弘 (野村証券)	経営者予想に含まれるバイアスの継続性とミスプライシング
		西岡 平太 (住友信託銀行)	日本株式市場におけるバリュー株効果要因分析
■ 第20回(2008年度)	(2編)	小松原 幸明 (イボットソン・アソシエイツ・ジャパン)	ポリシー・アセットアロケーションの説明力
		光定 洋介 (あすかアセットマネジメントCFM) 蜂谷 豊彦 (東京工業大学大学院社会理工学研究科准教授)	株主構成と株式超過収益率の検証 - 市場志向的ガバナンスのわが国における有効性 -
		宇野 淳 (早稲田大学) 梅野 淳也 (パークレイズ・グローバル・インベスターズ) 室井 理沙 (パークレイズ・グローバル・インベスターズ)	日本株レンディング市場の実証分析 - 株券貸借モデルによる空売り規制効果の測定 -
■ 第21回(2009年度)	(2編)	山田 徹/上崎 勲 (野村アセットマネジメント)	低ボラティリティ株式運用
		山本 裕樹 (野村証券)	事業ポートフォリオの包括的評価 - 統計モデルを用いた分析 -
■ 第22回(2010年度)	(2編)	山田 徹/永渡 学 (野村アセットマネジメント)	投資家の期待とボラティリティ・パズル
		石部 真人 角田 康夫 (三菱UFJ 信託銀行) 坂巻 敏史	下方リスクと上方リスクのリスクプレミアム - ボラティリティ効果の構造分解 -
■ 第23回(2011年度)	(2編)	廣瀬 勇秀/岩永 安浩 (住友信託銀行)	ボラタイルな実績固有ボラティリティ

# 組織図



## 役員

- ・理事および監事は、総会において選任され、任期は2年
- ・(代)は代表理事、(業)は業務執行理事
- ・※印は常勤役員(常勤役員以外は無報酬)

(2012年7月現在)

会長	(代) 稲野和利	野村アセットマネジメント 取締役会議長(検定会員)	同	北野幸広	三井住友信託銀行 取締役 常務執行役員(検定会員)
副会長	新井富雄	東京大学大学院 教授 (検定会員)	同	小林英三	日本証券金融 代表取締 役社長(検定会員・CIIA)
同	大場昭義	東京海上アセットマネジ メント投信 代表取締役 社長(検定会員)	同	後藤俊夫	三菱UFJ投信 代表取 締役社長(検定会員)
専務理事※	(代) 萩原清人		同	斎藤静樹	東京大学 名誉教授
常務理事※	(代) 八木健		同	鮫島正大	格付投資情報センター 代表取締役社長
理事	藍澤基彌	藍澤證券 代表取締役社 長(検定会員・CIIA)	同	静正樹	東京証券取引所 常務執 行役員
同	※(業) 池永隆司	日本証券アナリスト協会 システム情報部長兼教育 運営部長	同	高松泰治	明治安田システム・テクノ ロジー 代表取締役会長
同	乾文男	投資信託協会 副会長・ 専務理事	同	前田利行	日本IR協議会 専務理事
同	今泉泰彦	みずほコーポレート銀行 常務執行役員	同	前原康宏	一橋大学大学院 教授
同	※(業) 遠藤愛一郎	日本証券アナリスト協会 教育企画事業部長(検定 会員)	同	牧野正俊	大和総研 執行役員 (検定会員)
同	海津政信	野村證券 金融経済研究 所 シニアリサーチフェロ ー兼アドバイザー(検定 会員)	同	増井喜一郎	日本証券業協会 副会長
同	鹿毛雄二	ブラックストーン・グルー プ・ジャパン 特別顧問	同	宮井博	日興フィナンシャル・イン テリジェンス 専務取締 役(検定会員)
同	※(業) 刈田一道	日本証券アナリスト協会 国際第2部長(検定会員)	同	米田道生	大阪証券取引所 代表取 締役社長
			監事	新芝宏之	岡三証券グループ 専務 取締役(検定会員)
			同	広瀬雅行	東京証券取引所 取締役 監査員
			同	古川英俊	三井住友銀行 取締役専 務執行役員

(五十音順、敬称略)  
[理事(会長・副会長含む)26名、監事3名]

## 顧問

(2012年7月現在)

岩間陽一郎	日本証券投資顧問業協会会長	鈴木行生	元日本証券アナリスト協会会長(検定会員)
加藤精一	元日本証券アナリスト協会会長	谷正明	全国地方銀行協会副会長
金子昌資	元日本証券アナリスト協会会長(検定会員)	松尾憲治	生命保険協会会長
柄澤康喜	日本損害保険協会会長	保田博	資本市場振興財団理事長
北村一男	元日本証券アナリスト協会会長(検定会員)	山崎富治	元日本証券アナリスト協会副会長
北村邦太郎	信託協会会長	由良玄太郎	元日本証券アナリスト協会専務理事
斉藤惇	東京証券取引所社長	和田耕志	全国銀行協会副会長・専務理事

(五十音順、敬称略)



## 日本証券アナリスト協会事務局役職員（2012年7月現在）

飯野 堯	大久保ますみ	白鳥 智子	塚越 孝三	堀部 真司
井口 広志	小田 俊文	新免 慶憲	土屋 今日子	増田 裕美
池永 隆司	貝増 眞	杉山 秀美	中園 正素	升本 裕紳
伊佐治千賀子	片野坂 親二	鈴木 明子	中村 みゆき	三尾 順子
板垣 貴久代	金子 誠一	関口 幸男	野本 美樹	三谷 ますみ
今村 幸雄	刈田 一道	瀬戸 明子	萩原 清人	森 直子
宇治 まゆみ	小林 朋子	園田 耕三	原 誠一	八木 健
内門 るり子	金剛寺 由佳	染谷 三郎	福島 久美子	山岸 一美
遠藤 愛一郎	佐藤 香	高野 みな子	藤本 久美	山口 光夫

## 編纂を終えて

2008年7月に萩原専務理事からアナリスト協会50年史をまとめるようにとのお話をいただいた際に、三つの基本方針を立てた。一つは、協会自身の歴史とともに日本におけるアナリストという職業の歴史を書きたい、二つは、協会のさまざまな活動がどのような時代背景の中で展開されてきたのか、それに関して当時どのような議論が行われたのかを書き留めておきたい、三つは、なるべく多くの皆さんに興味をもって読んでいただけるようなものにしたい、ということである。

こうした三つが実現できたかどうか、必ずしも自信はないが、編纂作業の過程では、大変多くの方々のお世話になった。歴代の会長・副会長をはじめ、多くの方々にインタビューをさせていただいたほか、元専務理事の由良玄太郎氏および安田正氏には、原稿を丹念に読んでいただき、数々の有益なご示唆をいただいた。協会事務局の現役スタッフにも細部にわたって原稿のチェックをお願いした。この場を借りて厚くお礼を申し上げたい。もちろん本書の記述に誤りがあるとすれば筆者の責任である。

残念なのは、編纂作業の当初の段階から一貫して頼りになる相談相手であった土屋俊彦氏が、本書の完成を見ることなく、今年2月に亡くなられたことである。天国の土屋氏が出来上がった本書を手に取り、いつものクールな調子で「まあいいんじゃないですか」と言ってくれることを願いたい。

2012年10月

公益社団法人 日本証券アナリスト協会  
参与・「50年史」編纂担当 塚越 孝三 CMA

---

## 公益社団法人日本証券アナリスト協会 50 年史

発行 2012 年 10 月  
発行者 公益社団法人日本証券アナリスト協会  
〒 103-0026  
東京都中央区日本橋兜町 2-1  
制作・印刷 株式会社太平社  
東京都墨田区両国 2-4-8

---