

新シリーズ掲載の狙い

川北英隆 CMA
(証券アナリストジャーナル編集委員長)

今月号から「企業と証券アナリストの対話の実例」をシリーズ化し、合計6回、読者にお届けする予定である。シリーズの最初に当たり、問題意識と狙いを書いておきたい。

1. アナリスト活動をめぐる制度の変化

2014年にスチュワードシップ・コードが、15年にコーポレートガバナンス・コードが公表された。これらによって、投資家と企業の「対話」が促されている。

この二つのコードに強制力はないが、企業行動や企業統治の原則を官が示したものであり、影響力がある。関係者には、その原則をそのまま受け入れて企業行動や組織形成の規範とするか（コンプライするか）、そうではなく、関係者の個別事情にもとづいて独自の行動や組織を採用しつつ、そのようなものとした理由を対外的に説明するか（エクスプレインするか）が選択肢として容認されている。

すなわち二つのコードには、コンプライ・オア・エクスプレイン（Comply or Explain）という特徴がある。コンプライかエクスプレインか、いずれにしても、コードの個々の原則に込められた意味や意図を十分に理解することが求められる。

一方、16年に入り、金融審議会ディスクロ

ジャーワーキング・グループはフェアディスクロージャー・ルールの必要性を報告した。これを受ける形で日本証券業協会は、証券会社のアナリストが企業取材によって情報を取得し、それを投資家に伝達する際のルールを定めようとしている。

特定の投資家だけが未公表の企業業績に関する情報を入手し、証券を売買することは、市場の透明性、公正性を阻害してしまいかねない。フェアディスクロージャー・ルールの意図は、市場の透明性、公正性の確保にある。とすれば、ルールは日本証券業協会の会員会社とそれに属するアナリストだけではなく、他の市場関係者とそれに属するアナリストにとっても無関係ではない。

2. 変化が促されるアナリスト活動

これら一連の流れは、証券アナリストの活動に大きな影響を与える。

まず、フェアディスクロージャー・ルールはアナリスト活動の制約となるが、インサイダー取引が禁止されていることと同じ趣旨だと考えれば、むしろアナリスト自身の創意工夫が促されるのではないか。また、二つのコードについても、アナリスト側から評価すれば、投資家やファンドの特性に応じた活動が促されていると考えればいい。

もう少し説明すれば、プロの投資家は、投資ス

タイトルに応じた独自の、すなわち他の投資家との差別化を図れるような情報の収集、分析、評価、行動を行うことが肝要である。アナリストは、この投資家の情報活動の一翼を担うわけだから、やはり独自性を発揮しなければならない。

この点、日本の投資家が公表したスチュワードシップ・コードへの対応方針は、コードの意図に十分沿っているのか。同時に、アナリストの実際の情報活動は、対企業との「対話」として期待されている質的な要請に答えているのか。

ところで、コードでいう「対話」とは何を意味するのか。アナリスト活動とは、企業から業績に関する数値情報を単純に収集することではない。この意味が「対話」という用語に込められている。また、数値情報を得ることを目的に企業側と接触すれば、フェアディスクロージャー・ルールに抵触しかねない。

スチュワードシップ・コードでは「目的を持った対話」「建設的な対話」という表現も使われている。では、具体的にどうすれば「目的を持った対話」や「建設的な対話」になるのか。

企業側からは日本のアナリストに対する苦言が聞こえてくる。例えば、複数の有力な経営者から、海外でのIR（インバスターリレーションズ）の場における質疑は大いに参考になり、企業経営に有意義だが、国内でのIRは時間の無駄との感想を聞いた。経営者からすれば、日本において対話はなく、ある意味、尋問に等しいのだろう。この感想の背景には、国内アナリストの力不足がある。

思うに、コードでいう対話とは、表面的には淡々とした相互の意見交換なのだが、水面下では火花が飛び散っているはずだ。双方にとって、「今日の話し合いでこの点が参考になった」「少し考え直さないといけない」といった収穫もしくは宿題がないとすれば、少なくともどちらかにとって「時

間の無駄」だったことになる。「対話」とは、「忙しかっただけで、時間を割いて良かった」と、お互いに満足できるものだろう。

3. アナリストは何をすべきなのか

以上を踏まえ、アナリスト活動の実例を紹介するのが有意義ではないのかと考えた。

コンプライ・オア・エクスプレイン方式は多様性を前提としている。本来的なアナリスト活動には、やはり多様な方法があるはずである。

そこで、代表的なアセットマネジメント会社とアナリストを編集者の独断と偏見で選定して、そのアナリスト活動もしくは企業との「対話」の実例を記述してもらうことにした。各社（各人）には、執筆に際して、投資もしくはアナリスト活動の目的を明らかにしてもらい、その上で、企業との対話の準備、実際、その後の作業、今後の課題などを書いてほしいと依頼している。

以下、今後の予定である。

- 10月号：長期厳選投資ファンドとして、農林中金バリューインベストメンツ
- 11月号：エンゲージメントファンドとして、あすかコーポレートアドバイザー
- 12月号：長期投資目的の投資信託として、コモンズ投信
- 1月号：外資系アセットマネジメント会社として、フィデリティ投信
- 2月号：トップアナリストの見解として、三菱UFJモルガン・スタンレー証券、松島憲之氏
- 3月号：シリーズのまとめ、5例から得られる示唆