

第3章 アナリストの現状

3-1 アナリストの意義

(1) アナリストの役割

企業評価者としてのアナリストを定義すると、「証券投資の分野において、高度の専門知識と分析技術を応用し、各種情報の分析と投資価値の評価を行い、投資助言や投資管理サービスを提供するプロフェッショナル」となる⁵。

貯蓄主体と投資客体が会う資本市場においては、投資客体である企業は自らの事業内容や投資機会の価値等について貯蓄主体よりも情報優位にあるという情報の非対称性が存在する。その一方で、貯蓄主体は、企業は自らのアイデアの価値に関する評価を高く見せる傾向にあることを知っている。また、開示情報が年々充実するなかでそれらをどのように読み解き、企業価値の妥当性を判断するのは難しくなっている。

こうしたなかで、企業が開示・提供する情報や実態を中立的な立場で分析・解明し、貯蓄主体に伝達していくのがアナリストである。アナリストは、資本市場における情報仲介者として、情報の非対称性を是正する機能を持ち、付加価値を創造する企業への円滑な資金供給に寄与し、経済社会の発展に貢献するという役割を担っている。

(2) アナリストの分類

アナリストは、企業価値を評価する際、分析対象企業の成長性、収益性、安全性など多角的な視点から分析を行っているが、企業とのかかわり方や投資対象に応じて、これらのうち、どの要素に力点を置くかも変わってくる。ここでは、分析視点の違いに応じてアナリストを分類すると以下ようになる。

① クレジットアナリスト

格付機関に所属し、企業の信用力に関する分析を行っているのがクレジットアナリストである。格付機関における格付は、企業が発行する長期債や短期債などの債券格付のほか、企業そのものの信用力を格付する発行体格付がある。

クレジットアナリストは、企業の元金支払能力の確実性についてランキングをつけ、負債投資家に対して情報提供を行う。したがって、企業の財務健全性や安全性といった点に着目した企業評価を行う。

評価結果は、格付機関によって異なるが、アルファベットなどを用いてわかりやすい形で表現される。

⁵ 証券アナリスト協会より

② セルサイドアナリスト

企業の負債（デット）に着目したクレジットアナリストに対して、企業の資本（エクイティ）に着目したのが株式アナリストである。株式アナリストのうち、証券会社の調査部門などに所属し、産業・企業調査を基に個別証券の分析・評価を行い、機関投資家等に対して投資情報を提供することを主たる役割とするのがセルサイドアナリストである。

セルサイドアナリストは、主として企業の成長性や収益性をもとに株式価値（ファンダメンタルズバリュー）を評価し、現在の株価が割高であるか割安であるかを判断する。一般的には、TOPIXに対する超過リターンを評価し、株式レーティングという形で表現する。

③ バイサイドアナリスト・ファンドマネージャー

投資信託・投資顧問、信託銀行、生命保険・損害保険会社などの機関投資家として、投資商品を購入する側がバイサイドである。様々な投資目的に合った証券を組み合わせる総合的な資産運用に関わるのがファンドマネージャーで、ファンドマネージャーに投資情報の提供をするのがバイサイドアナリストである。分析の視点や考え方などは、セルサイドアナリストと大きくは変わらないが、様々な業種・企業でポートフォリオを組成することから、セルサイドアナリストのように特定の業種・業界を専門的に調査するのではなく、より広範な業種・企業をカバーしている。

3-2 企業評価の現状

(1) 評価の視点

～定量的なアプローチでの企業評価が主流～

アナリストは企業価値を評価するにあたり、当該企業の数字のみならず、所属する業界やマクロ的な政治経済の動向など様々な要素を踏まえることとなる（報告書参考資料P.65の「アナリストの企業評価の流れ」を参照）。

分析にあたっては、有価証券報告書等の法定開示資料、決算短信、決算説明会等での説明資料などの他、企業への取材を通じて、当該企業の業績予測を行うことが主流となっている。

こうした分析は、最終的には“目標株価”として数値化する必要があるため、分析に活用する媒体についても、数字に落とし込むことができるような部分が主に活用されている。企業の将来動向を見る上で必要とされる事項であっても、企業開示が定性的ものにとどまっており、数字に落とし込むことが難しいものについては、分析には十分に活用されていないのが実情である。

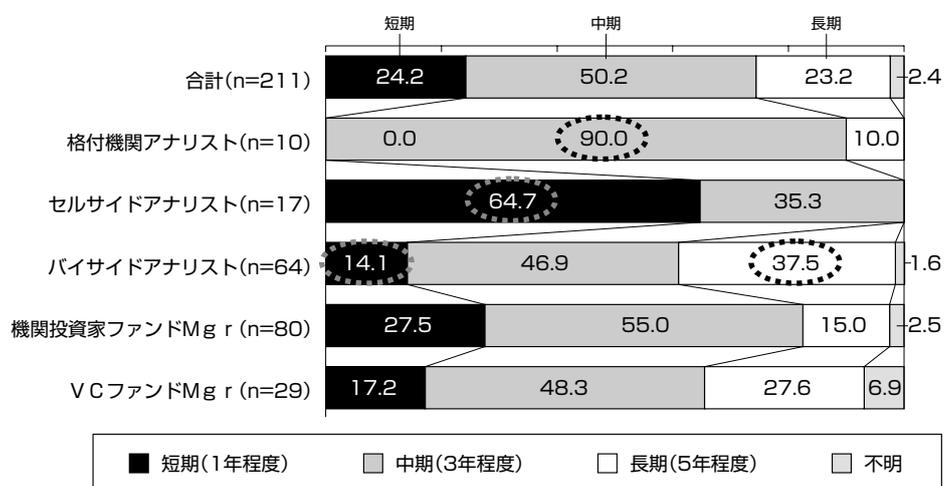
(2) 評価期間

～短期的視点での分析が多い～

アナリストは上記の分析プロセスを踏まえて将来の企業業績を予測し、そのうえで適正な企業価値を算出することになるが、その際、どの程度先を織り込んだ評価をおこなうかが問題となってくる。半年～1年先の短期の業績変化を考えているのか、あるいは、5年～10年程度の中長期的な視座に立って業績見直しを行っているのかによって、アナリストが提示するレーティングの意味は大きく異なってくるからである。

本調査で実施したアンケート結果によれば、企業評価のタイムスパンとして平均3年～5年程度という中期的な視点をあげる声が多く聞かれた（3年程度の中期が50.2%、5年程度の長期が23.2%）。これを評価者別に捉えると、特に「セルサイドアナリスト」について「短期」を選択した回答者が約3分の2（64.7%）に上り、さらに「長期」を選択した回答者はいないことから、セルサイドアナリストのスパンは短期的な傾向がある。逆に、「格付機関アナリスト」が「中期」（90.0%）を、「バイサイドアナリスト」が「長期」（37.5%）を選択した回答が多く、中長期的な視点を持つ企業評価者もみられる。

図表3-1 評価者別にみる企業価値評価のタイムスパン（単一回答）



(出所) 経済産業省「知的資産経営報告の視点に関するアンケート調査」(2006年)
 (注) 図表の点線の丸囲いは、回答者合計と比べて特に差が顕著な箇所を意味する。

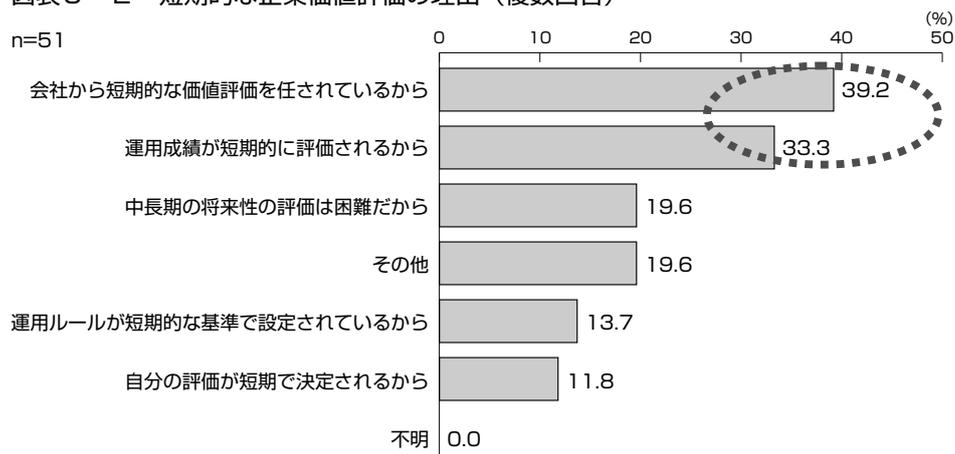
アンケート結果によれば、短期評価の理由は「(所属する)会社から短期的な価値評価を任されている」(39.2%)、「運用成績が短期的に評価されている」(33.3%)など、所属する会社からの仕事の与え方や自らの運用評価が短期的な視点で行われること、また、「中長期の将来性の評価は困難」(19.6%)と技術的な問題があげられていた。

とりわけ、昨今では、企業の業績開示のタイミングとして四半期決算⁶が定

⁶ 東京証券取引所は2003年4月以降、適時開示規則により四半期開示を義務付けている。

着し、さらに開示すべき内容も増えてくるようになると、株価は四半期ごとの業績発表にあわせて大きく変動するようになる。こうした状況のもとではアナリストの企業評価はさらに短期的なものになりがちであると考えられる。

図表3-2 短期的な企業価値評価の理由（複数回答）



（出所）経済産業省「知的資産経営報告の視点に関するアンケート調査」（2006年）

（3）重視する媒体

～開示媒体として企業への取材や説明会を重視～

本アンケート調査では、企業評価にあたって重視する媒体として1位に回答が集中したのが「企業への取材」で全体の約3分の1（37.0%）を占めた。さらに2位、3位はそれぞれ「企業による説明会出席」「決算説明会用の資料」が2割を占めたことから、企業評価者は有価証券報告書や決算短信を理解することはもちろんのこと、同時に取材を通じて実際の事業を見ることや、財務情報を補足する資料などを用い、数字にはあらわれないような情報を重視していることがわかる。

図表3-3 企業評価を行う上で重視する方法・媒体（複数回答）

1位	%	2位	%	3位	%
企業への取材	37.0	企業による説明会出席	19.0	決算説明会用の資料	22.3
有価証券報告書等の法定開示資料	15.6	決算説明会用の資料	14.7	決算短信の説明資料	10.4
決算短信	13.3	決算短信の説明資料	10.9	企業による説明会出席	10.4
決算短信の説明資料	5.2	有価証券報告書等の法定開示資料	10.9	決算短信	9.5
企業による説明会出席	5.2	決算短信	10.4	有価証券報告書等の法定開示資料	9.5
事業報告書	4.7	企業への取材	9.0	ホームページの情報	6.2
決算説明会用の資料	4.7	事業報告書	5.7	事業報告書	4.7
アニュアルレポート	4.3	アニュアルレポート	3.3	企業への取材	4.7
その他	3.3	ファクトブック・インベスターズガイド	2.4	アニュアルレポート	4.3
新聞・業界新聞	1.9	会社施設の見学	2.4	会社施設の見学	4.3
4位	%	5位	%		
ホームページの情報	12.3	ホームページの情報	12.3		
決算説明会用の資料	11.4	新聞・業界新聞	8.1		
有価証券報告書等の法定開示資料	10.9	アニュアルレポート	6.6		
決算短信の説明資料	8.1	決算短信	6.6		
企業による説明会出席	8.1	有価証券報告書等の法定開示資料	5.7		
決算短信	6.6	会社施設の見学	5.7		
新聞・業界新聞	6.6	その他	5.7		
ファクトブック・インベスターズガイド	6.2	ファクトブック・インベスターズガイド	4.7		
企業への取材	4.7	決算短信の説明資料	4.7		
アニュアルレポート	3.3	企業への取材	4.7		

（出所）経済産業省「知的資産経営報告の視点に関するアンケート調査」（2006年）

（4）知的資産経営情報の活用状況

～開示企業と企業評価者との意識ギャップが大きく十分な活用が行われていない～

現状でアナリストは、知的資産経営情報を企業評価の中に十分取り込んでいない状況である。その理由としては、企業が開示する知的資産経営情報が、定量評価・短期評価というアナリストの企業分析の視点と必ずしも符合しないためであると考えられる。

① 企業価値への結びつき

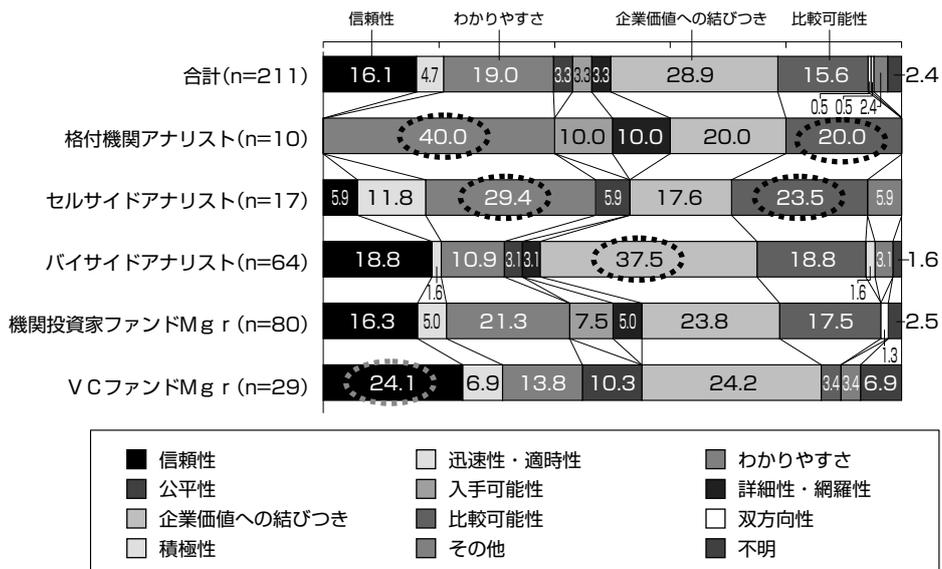
本調査におけるアンケートでは、アナリストが知的資産経営情報についてどのような特性を望むのかについて、「企業価値への結びつき」を挙げる回答が多かった。これは、知的資産経営に対する取り組みが、将来の企業業績にどのように結びつくのかということ、より具体的に示してもらいたいと考えているといえる。

例えば、人材を重視した社内教育の充実や、ブランド力の強化などが、将来の企業業績にどの程度寄与しているかは、必ずしも定量化できるものではないが、「事業価値向上、具体的には業績にどの様にリンクし影響度はどの程度あるかを具体的に示して欲しい」との意見もある。

(参考) 知的資産経営報告において企業評価者が重視するIR特性……

今回のアンケート調査で知的資産経営の情報開示にあたってどのような特性があれば望ましいのかを訊いたところ、「企業価値への結びつき」が最も多く全体の約3割(28.9%)と、他を引き離してトップに上がった。とくにその傾向は、「バイサイドアナリスト」で強い(37.5%)。また、「格付機関アナリスト」や「セルサイドアナリスト」では「わかりやすさ」や「比較可能性」が重視されていることがわかる。

図表3-4 評価者別にみる知的資産経営の情報開示における望ましいIR特性(単一回答)



(出所) 経済産業省「知的資産経営報告の視点に関するアンケート調査」(2006年)
 (注) 図表の点線の丸囲いは、回答者合計と比べて特に差が顕著な箇所を意味する。

② 比較可能性

また、知的資産情報は、企業側が工夫をこらして自由なスタイルで開示を行うことから、各社間での横並び比較が難しいという面もある。企業評価は、当該企業の絶対的な価値をみるだけでなく、同業他社と比べてどの程度投資価値があるのかという、相対的なポジションを見ることが必要であると考え、こうした、相対比較が難しい知的資産情報を「知的資産経営の開示ガイドライン」で示したストーリー化して知的資産“経営”情報とし比較可能性を訴求することが重要である。

アンケートでも「業界での横比較が可能になるよう、開示様式がある程度定型化されていることが望ましい」「同業種間での他社比較が可能になるようにして欲しい」という声が聞かれている。

③ わかりやすさ

知的資産経営情報は、専門的かつ抽象的であるため、企業価値評価に取り入れにくいと考えているアナリストが多い。アンケートでは「技術面など過度に専門的な記述にならないようにすべき」「抽象的になりがちで、評価がしづらいゆえ、外部からでも評価できるような分かりやすい開示が必要」との声が聞かれている。また、知的資産経営情報は、開示媒体が十分整理されておらず、各種媒体に跨って開示されているケースが多いため、企業評価にあたり活用しづらいという点もあげられる。

④ 信頼性

知的資産経営情報は、将来性に関するビジョンを論理的に説明することが求めているため、その内容について客観的な信頼性は必ずしも確保されていないといえる。企業は、自らの研究開発や人材育成などの取り組みについては、多くの場合、ポジティブに記述する傾向にあるため、それらがどこまで客観性のあるものであるかは過去の開示情報との関係、他の開示情報との関係などを参考に、アナリスト自身が判断しなければならない。

アンケート結果からは「会社予想と実際のズレが大きいところが多い」「第三者による評価によって情報の信頼性が客観的に確保されていること、かつ、その第三者評価機関の権威や評価実績が明示されていること（が望ましい）」などの声が聞かれた。

もっとも、企業側の開示姿勢にばかり問題があるわけではない。

情報を開示する企業側は、より長期的な視点で企業価値を評価して欲しいと考えている。中長期的な企業成長のためには、設備や研究開発に巨額の資金を投じることが不可欠であるが、その場合、少なくとも短期的には利益が圧迫され、現在のアナリストの企業評価の時間軸では、株価を低下させることになり

かねないからである。

特に、知的資産への投資については、それが利益として結実するまでは、相当の期間を要する。アナリストの企業価値評価のタイムスパンとは必ずしも符合しない。企業側はコストを費やして、知的資産経営情報を開示しても、十分にアナリストに活用してもらえるのかどうかの懸念が残る⁷。

⁷ 知的資産に対する投資の重要性については、例えば『「目に見えない資本」への投資』（「公研」2007 NO.522）日本銀行副総裁 岩田 一政氏などがある。