

《論 文》

アナリストカバレッジの現状と課題

Analyst coverage: The Current Situation and Pending Issues

米 山 徹 幸

年報 創刊号 2010年12月 (抜刷)

政策科学学会

アナリストカバレッジの現状と課題

Analyst coverage: The Current Situation and Pending Issues

米 山 徹 幸

YONEYAMA, Tetsuyuki

要 旨

セルサイド・アナリストが投資家向けに作成するアナリストレポート。09年5月末時点で3,806の上場企業のうち、その対象企業は1,340社(35.2%)、3社以上のセルサイドアナリストがカバーする企業は671社(17.6%)にとどまる。

09年5月、日本証券業協会の「新興市場のあり方を考える委員会」は、新興市場全体では124社、9.4%のカバー率であると明らかにした。同委員会は言及していないが、3社以上のカバー率は14社、1.06%であった。ほぼ100社に1社の比率である。こうした事態に同委員会は「市場の機能と信頼の回復に向けて」と題する報告書をまとめ、「証券会社等の取り組み」で、「アナリストの中立性に配慮しつつ、新興市場に上場する企業のアナリストカバレッジを高める施策を検討する」という提言を行った。

米国や英国の新興企業向け取引所では、すでにアナリストカバレッジを取り上げ、本格的に取り組み動きが出ている。05年米ナスダックは企業各社が「独立アナリストのカバレッジ」獲得を支援する合弁会社 IRN の設立した。09年3月にはロンドン証券取引所(LSE)がLSEのAIM市場などに上場する新興企業を対象に新たなサービス、PSQアナリティクス(PSQ Analytics)の発足を発表した。ただし、どちらも独立アナリストを活用するプログラムで、既存の証券会社系のセルサイド・アナリストの業務を補完する位置づけの事業である。日本証券業協会の提言は「証券会社等の取り組み」を対象としていた。

本論は、我が国の取引所に上場される日本企業におけるアナリストカバレッジの現状を検証し、米国や英国の証券取引所の取り組みとその課題を論考する。

Keyword

アナリストカバレッジ ロンドン証券取引所 ナスダック AIM
analyst coverage LSE NASDAQ AIM

上場企業と投資家の間を仲立ちする証券会社や投資銀行の証券アナリスト(セルサイド・アナリスト)。企業業績や設備投資などを追って、彼らが作成する個別企業レポートがなければ多くの投資家の判断はおぼつかず、レポートの有無で株式の流動性も違う。セルサイド・アナリストによるレポートの作成、

その社内外への配布によって、限られた人数のIR担当者による活動はその成果を形成し、第三者の手で各社の情報は投資家をはじめ市場関係者に広く深く浸透する。このことに議論の余地はない。それは、また同時に、各業界の動向や、市場が各社をどのように見ているのかを知る機会を作り出す。自社を担当す

アナリストカバレッジの現状と課題

るアナリストのカバレッジは市場による企業評価への入り口である。

I 日本企業のアナリストカバレッジ、35.2%

では、日本の上場企業をカバーするアナリストカバレッジの状況はどうなっているだろうか。セルサイドアナリストによるレポートを機関投資家に配信しているアイフィスジャパンによる09年5月29日時点の「アナリストカバレッジ」調査（証券会社ベース）によると、カバレッジのある企業は1,340社（06年7月時点では1,471社）であった。

これは外国企業や投資信託などを除く上場企業3,806社（同3,849社）の35.2%（同38.2%）だった（【表1】）。これは06年7月のカバレッジ状況と比べると131社の減少である。同様に、カバレッジのない企業は2,466社（同2,432社）で34社増となった。

【表1】 日本企業：アナリストカバレッジ状況（社数）

	09年5月	06年7月	増減
〔対象企業〕	3,806	3,849	▲43

〔アナリストカバレッジ〕

	09年5月	06年7月	増減
0	2,466	2,432	34
1	478	517	▲39
2	191	240	▲49
3	133	163	▲30
4	79	123	▲44
5	73	73	0
6	60	73	▲13
7	58	38	20
8	35	38	▲3
9	33	29	4
10	36	38	▲2
11	41	37	4
12	27	22	5

13	27	22	5
14	21	20	1
15	16	22	▲6
16	14	10	4
17	5	4	1
18	10	2	8
19	1	0	1
20	2	0	2
計（1～20）	1,340	1,471	▲131

（アイフィスジャパン資料 06年7月7日 09年5月29日から作成）

自社のアナリストがレポートを書く証券会社や投資銀行が1社の企業は478社（同517社）で39社減。同じく2社が191社（同240社）で49社減となった。カバレッジが3社以上の企業は671社（同664社）である。カバー率は17.6%（同17.2%）であった。

3社のカバレッジは133社（同163社）で30社減。カバレッジが4社の企業は79社（同123社）で44社減。1～4社がカバレッジする企業は881社（同1,043社）で162社減。15.5%減である。注目したいのは、カバレッジ数の多い企業は以前とさほど変化がなく、全体として微増していることである。そして、06年7月のカバレッジ調査では見られなかった19社の証券会社がカバレッジする企業が1社、同様に20社がカバーする企業が2社もある。

また、カバレッジが3社以上ある企業数を業種別でいえば、電気機器は95社（同88社）、小売業63社（同65社）、情報・通信59社（同62社）、化学53社（同52社）といった順になる（【表2】）。

II 新興市場のアナリストカバレッジは9.4%

2009年5月19日、日本証券業協会（日証

【表2】 アナリストカバレッジ：業種別の状況（09年5月29日、全上場会社ベース）
 （）内は06年7月7日時点の数字）

業種 （東証33業種別）	上場社数	アナリストカバレッジ				アナリスト
		0社	1社	2社	3～18社	カバー率
水産・農林業	10 (11)	5 (8)	3 (1)	0 (0)	2 (2)	50.0% (27.3%)
鉱業	7 (7)	5 (4)	0 (1)	0 (0)	2 (2)	28.6% (42.9%)
建設業	192 (222)	150 (180)	9 (10)	7 (10)	26 (22)	21.9% (19.0%)
食料品	142 (157)	99 (101)	15 (15)	6 (10)	22 (31)	30.3% (35.4%)
繊維製品	71 (87)	55 (68)	5 (3)	0 (2)	11 (14)	22.5% (21.8%)
パルプ・紙	26 (29)	17 (20)	3 (5)	2 (0)	4 (4)	34.6% (31.0%)
化学	219 (220)	129 (119)	20 (33)	17 (16)	53 (52)	41.1% (46.3%)
医薬品	51 (52)	18 (16)	7 (7)	2 (4)	24 (25)	64.7% (69.2%)
石油・石炭製品	14 (13)	6 (6)	1 (1)	0 (0)	7 (6)	57.1% (53.8%)
ゴム製品	20 (21)	13 (16)	2 (0)	0 (0)	5 (5)	35.0% (23.8%)
ガラス・土石製品	68 (75)	46 (53)	5 (6)	3 (2)	14 (13)	32.4% (28.0%)
鉄鋼	56 (56)	31 (33)	8 (9)	3 (3)	14 (11)	44.6% (41.1%)
非鉄金属	40 (41)	21 (19)	5 (8)	1 (2)	13 (13)	47.5% (56.1%)
金属製品	100 (100)	76 (80)	15 (9)	1 (5)	8 (6)	24.0% (20.0%)
機械	249 (249)	150 (160)	37 (33)	18 (16)	44 (40)	39.8% (35.7%)
電気機器	300 (309)	141 (136)	50 (61)	14 (24)	95 (88)	53.0% (56.0%)
輸送用機器	105 (107)	51 (51)	16 (23)	4 (4)	34 (29)	51.4% (52.3%)
精密機器	51 (51)	26 (26)	10 (8)	2 (2)	13 (16)	49.0% (51.0%)
その他製品	117 (115)	85 (82)	16 (16)	6 (4)	10 (13)	27.4% (28.7%)
電気・ガス業	25 (25)	9 (8)	2 (3)	0 (0)	14 (14)	64.0% (68.0%)
陸運業	65 (68)	40 (43)	6 (11)	8 (1)	11 (13)	38.5% (36.8%)
海運業	18 (18)	15 (15)	0 (0)	0 (0)	3 (3)	16.7% (16.7%)
空運業	6 (6)	3 (4)	1 (0)	0 (0)	2 (2)	50.0% (33.3%)
倉庫・運輸関連業	46 (44)	38 (35)	2 (4)	2 (1)	4 (4)	17.4% (20.5%)
情報・通信業	357 (335)	237 (201)	42 (54)	19 (21)	59 (62)	33.6% (40.9%)
卸売業	374 (391)	298 (302)	41 (35)	14 (24)	21 (33)	20.3% (23.5%)
小売業	380 (382)	241 (221)	48 (59)	28 (36)	63 (65)	36.6% (41.9%)
銀行業	97 (99)	65 (72)	10 (5)	3 (5)	19 (17)	33.0% (27.3%)
証券・商品先物取引業	46 (41)	34 (28)	5 (6)	0 (0)	7 (8)	26.1% (34.1%)
保険業	12 (11)	3 (2)	0 (0)	1 (2)	8 (7)	75.0% (81.8%)
その他金融業	40 (54)	21 (25)	7 (9)	3 (6)	9 (6)	47.5% (57.4%)
不動産業	127 (117)	91 (92)	15 (24)	10 (13)	11 (25)	28.3% (53.0%)
サービス業	375 (338)	247 (206)	72 (58)	17 (27)	39 (53)	34.1% (40.8%)
合計（社数）	3,806(3,849)	2,466(2,432)	478 (517)	191 (240)	671 (714)	35.2% (38.2%)

（アイフィスジャパンの資料（09年5月29日、06年7月7日）から作成）

アナリストカバレッジの現状と課題

協)の「新興市場のあり方を考える委員会」は「市場の機能と信頼の回復に向けて」と題する報告書(注1)をまとめ、「証券会社等の取り組み」で、「アナリストの中立性に配慮しつつ、新興市場に上場する企業のアナリストカバレッジを高める施策を検討する」という提言をおこなった。提言は「証券会社等の取り組み」の中で行われた。

この委員会の主査を務めた大崎貞和氏(野村総合研究所主席研究員)は「新興市場に係る証券取引所、証券会社、発行企業それぞれに向けて提言を打ち出した。例えば上場後の支援体制をどう作るか。アナリストにより多くの新興企業を分析してもらい、投資家に発信する投資情報を充実させる取り組みが必要だ」とし、「アナリストによる企業分析リポートが広がれば、投資家の判断材料も増える。緊張感を保つ一助となるだろう」と語った(日本経済新聞 2009年6月8日)。

報告書は「アナリストカバレッジ状況(2009年3月末現在)」を掲載している(【表

3】)。これによると、各新興市場に上場する企業のアナリストカバレッジはマザーズ(東証)が上場会社194社に対し30社で15.5%、ヘラクレス(大証)が同じく162社に対し17社の10.5%、ジャスダックも908社に対し77社で8.5%などとなっている。カバレッジといっても1社か2社のカバーによるものが多い。1社だけのカバレッジはマザーズで21社、ヘラクレスが14社、ジャスダックで47社となる。他方、セントレックスやアンビシャス、Q-boardのようにアナリストのカバーがまったくない市場もある。新興市場全体のカバー率では124社、9.4%であった。

少なくとも3社のアナリストリポートを確保して、はじめて市場に発信するIR情報となるというのがIR業界の常識である。となれば、3社のアナリストカバレッジは、新規上場企業のIR活動が達成すべき最初の目標となる。委員会の報告書によれば、新興市場全体(1,313社)で3社以上のアナリストカバレッジのある企業は合計14社(ジャス

【表3】 新興市場：アナリストカバレッジ状況(2009年3月末現在)

市場	上場会社数	カバレッジ率	レーティング銘柄数	カバレッジ数(社)					
				0	1	2	3	4	5
ジャスダック	908	8.5%	77	831	47	20	8	1	1
マザーズ(東証)	194	15.5%	30	164	21	6	0	3	0
ヘラクレス(大証)	162	10.5%	17	145	14	2	1	0	0
セントレックス(名証)	29	0.0%	0	29	0	0	0	0	0
アンビシャス(札幌証取)	10	0.0%	0	10	0	0	0	0	0
Q-board(福岡証取)	10	0.0%	0	10	0	0	0	0	0
合計	1,313	9.4%	124	1,189	82	28	9	4	1

(日本証券業協会「新興市場のあり方を考える委員会報告書」35ページから作成)

ダック10社、マザーズ3社、ヘラクレス1社)にすぎない。カバレッジ率では1.06%である。ほぼ100社に1社の比率である。

振り返ってみると、03年10月、ジャスダックは、ジャスダック上場の各社に、04年4月1日からIR活動を義務化すると決定した。ジャスダック上場企業は少なくとも年2回以上、IR活動(説明会の開催かホームページへのIR資料の掲載)を実施し、また「会社説明会・決算説明会の開催に相当する活動」として各社とジャスダックのウェブサイト

説明会資料を掲載することになった。そして、自社情報の適時開示に責任を負う情報開示担当役員とは別に、IR担当役員の設置も義務付けられた。

IR活動の制度化にともない、ジャスダックは毎年、「IR活動調査」をおこなっている(【表4】参照)。直近の調査結果(08年4月1日~09年3月31日が対象期間)は09年7月9日に発表された(注2)。そこにアナリストに関連する項目をみると、国内でのアナリスト・機関投資家向け説明会を2回以上開催

【表4】 ジャスダック上場会社のIR活動 (%)

	08年度	07年度	06年度
回答社数	858社	919社	743社

○国内でのアナリスト・機関投資家向け説明会を何回開催したか

・3回以上	8.4	9.2	8.3
・2回	48.1	47.6	52.2
・1回	9.1	8.6	7.3
・開催していない	33.4	33.5	31.7
・無回答	0.9	1.1	0.5

○機関投資家・アナリストとのワン・オン・ワン・ミーティングやスモールミーティングを設けたか

・貴社側から積極的にミーティング機会を設けた	17.9	22.8	24.9
・積極的に機会は設けませんが、機関投資家・アナリストからニーズがあれば、対応した	46.3	46.3	51.3
・特に対応していない	35.4	30.2	23.4
・無回答	0.3	0.7	0.4

○業績予想の数値及びその売上・利益の根拠について説明していますか。

・業績予想の数値に加え、その根拠も説明している	47.6	47.2	-
・業績予想の数値のみを説明している	39.3	40.9	-
・業績予想は説明していない	12.6	11.3	-
・無回答	0.6	0.6	-

○業績予想と実績との差異が生じた要因を具体的に説明していますか

・具体的に説明している	62.8	61.9	69.1
・具体的に説明していない	36.6	36.9	30.1
・無回答	0.6	1.1	0.8

ジャスダック証券取引所「平成20年度IR活動調査集計結果」09年7月9日から作成)

する企業は56.5%で過半数。機関投資家・アナリストとのワン・オン・ワン・ミーティング（個別面談）やスモールミーティング（10人未満のミーティング）を設けている企業も64.2%で、2回以上の決算説明会に経営トップが参加する例は82.9%に達する。

この調査によると、6割を超すジャスダック上場の企業で機関投資家やアナリストとのミーティングをアレンジしていることになる（ジャスダック調査は、とくに証券会社のアナリストと断った上でのアンケートではない）。では、各社はどんなミーティングをおこなっているのだろう。例えば「業績予想」に対する取り組みだ。「業績予想の数値及びその売上・利益の根拠について説明していますか」という質問に、「業績予想の数値に加え、その根拠も説明している」とする回答が47.6%。半数に届かない。「業績予想の数値のみを説明している」とした回答は39.3%とあり、数値の根拠が明かされない数値の発表に終わっている。「業績予想は説明していない」とする回答も12.6%に達する。

同様に、「業績予想と実績との差異が生じた要因を具体的に説明していますか」との問いに対して、「具体的に説明している」という回答は62.8%だったが、「具体的に説明していない」という回答も36.6%もある。こうした企業の対応が「株式を発行している会社の財務内容や収益力を調査し、投資価値を判断する専門家」（日本経済新聞社編『経済新語辞典2008』）のアナリストが期待するものとは十分ではないだろう。

Ⅲ 2005年、米ナスダックの挑戦

日証協の「新興市場のあり方を考える委員会」が行った提言に、米ナスダックの取り組

みを思い浮かべた市場関係者も少なくなかった。

05年6月、ナスダック証券取引所はグローバル情報通信大手ロイター（＝当時）と、企業各社が「独立アナリストのカバレッジ」獲得を支援する合弁会社の設立を発表した（注3）。この合弁会社「独立調査ネットワーク（IRN）」は、複数の独立系リサーチから、上場している米国企業、上場を目指す未上場企業を対象とする株式レポートを入手し配布する業務を展開する。ナスダック、ロイター、IRNの3社は、どれも、アナリストのリサーチ・レポート作成や推奨の発表に一切関与しない。独立系アナリストを活用して、ナスダック上場企業のアナリストカバレッジを高めることを目的にした。

IRN発表当日、ナスダックの最高経営責任者（CEO）、グライフェルド氏は全米IR協会（NIRI）の年次大会で講演し、「現在ナスダック上場銘柄3,200社のうち1,200社はアナリストの調査対象外です。米国の上場企業全体では35%が外れています。そして2人以下のアナリストがカバーしている企業は50%です」と指摘した（注4）。

また、ティゲート・ファイナンシャル・インテリジェンスによる「企業/セルサイド・アナリスト/バイサイド機関の進展する関係」（注5）と題する調査は「理論的にいえば、アナリストが増えれば、企業に関する市場の集合的知識が増えるので、より公正な企業評価をもたらし、（株価の）変動幅を縮小する」と結論し、この試みを支援することになった。

IRNでは業務の性格から、法律や調査、規制分野の専門家が構成する「リサーチの独立パネル委員会」も立ち上げた。IRNの独

立を確保する仕組みだ。契約する企業ごとに複数のアナリストレポートを配信する複数年契約を結んで収益を確保することになる。各企業は調査料を IRN に支払い、IRN は400社あまりの独立系調査会社から3社を選んでレポートの作成を依頼する。発行体はもちろん、ナスダック、ロイター、IRN の3社も、アナリストのリサーチ・レポートの内容や推奨の発表に一切関与しない仕組みを作り上げた。各企業は調査料を IRN に支払い、IRN は400社あまりの独立系調査会社から3社を選んでレポートを提供する。契約は3年だった。

契約した企業各社は独立系アナリストの調査レポートに手数料を支払う。手数料の支払いは自社情報を投資家が入手することに対するコミットメントでもある。調査レポートに自ら手数料を支払うことで、投資家の判断に直結する分析的な情報を用意することになる。とくに市場が不安定な状況にある場合、調査レポートは大きな意味合いをもつ。

ところが、07年9月、ナスダックとロイターは、この IRN が業務を取りやめると発表した。理由は投資家から当初予想していたほどの需要がなかったためだという。IRN を使ったアナリストカバレッジを高める試みに対する市場関係者の評価は高かったが、2年で頓挫する結果に終わった。それほど運用費用の捻出に困難があったのだ。

IV 2009年ロンドン証券取引所、PSQ アナリティクスを立ち上げ

09年3月、ロンドン証券取引所（LSE）は、LSE の AIM 市場などに上場する新興企業を対象に新たなサービス、（PSQ Analytics）の発足を発表した（注6）。

このサービスは、これまでアナリストのカバーがなく、アナリスト・レポートもない多くの新興企業に独立系調査会社が作成するアナリスト・レポートを手にする道を切り開くものだ。もちろん、PSQ アナリティクスのサービスは証券各社や投資銀行が行っているアナリスト活動を補完するとの位置づけである。ここでも、IRN と同様、独立アナリストを活用する。

PSQ アナリティクスの主な運用ポイントは次のような内容である。

①レポートには事実情報とその分析を行うが、投資格付の推奨や目標株価などの投資アドバイスを載せない。②レポートは誰でも無料で入手できる。機関投資家ならトムソン・ロイターやブルームバーグ、ファクトセットなど情報ベンダー経由で個々の調査レポートにアクセスでき、個人投資家も PSQ アナリティクスのウェブサイトに登録すれば入手可能である。③企業や業界の比較チェックができるようにレポートは同じ書式とする。④そして公平性の観点から、あらかじめ決められた順番表に従って、独立系調査会社が選ばれる決まりだ。

個々の企業をカバーする独立系株式調査会社も3社発表された。まず米アーガス・リサーチ。1934年創業でこの分野のリーダー的存在である。米国をはじめ700社を超す企業の詳細な分析と業績予想を行い、毎年4,000社を超す調査レポートを発行。グローバル株式や外国為替、非米国企業の調査でも高い評価を得ている。2番目は英国のインデペンデント・インターナショナル・投資リサーチ（IIR）。各国市場の IPO（新規上場公募）をモニターする「CEO モニター」をはじめ、国際調査や短期売買戦略などの「グローバル

リサーチ」に定評がある。3番目はインドのアウトソース大手ファーストソース・ソリューションの子会社で、米国シカゴに本社を構える投資調査・分析などナレッジサービス大手のパイパル・リサーチである。株式や債券はもちろん、ポートフォリオ・パフォーマンス作成や顧客調査まで広範な財務サービスを行い、コスト効果やクオリティ面で評価の高い調査をグローバル配信している。米国、英国、インド系の独立調査会社というグローバルな顔ぶれは、改めてAIMを中心とするシティの国境を越えた資本市場を映し出すことになった。

V カバレッジ獲得の課題

日証協の「新興市場のあり方を考える委員会」が行った提言に、今日まで「証券会社」やアナリスト関係者からは具体的な反応は見当たらない。米ナスダックのIRNやLSEのPSQアナリティクスは独立系調査会社を活用するビジネス・プランであった。他方、日証協の提案は既存の証券会社を対象にしていた。日本で独立系アナリストの影響力は英米とは比べ物にならない。

現実の問題として、市場で株式売買が少ない企業にアナリストの関心を引き付けるのはとてもむずかしい。そして、費用対効果の問題も付きまとう。また、複数のアナリストの

獲得も視野に入れなければならない。

アナリストカバレッジのない企業は、多くが時価総額や売り上げが小さすぎるなど投資家の用意する投資基準に外れていることが多い。そのため、アナリストの関心を引かない企業の株価投資収益率（PER）は低いまま放置されていることが少なくない。

これは、逆に言うと、着実な増収実績を積み重ねている企業は、こうしたアナリスト・レポートの契約対象になる可能性が高いともいえる。ポジティブな業績結果があり、説得性の高い成長ストーリーが複数のアナリストカバレッジ獲得を左右する。

注

- (1) http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/pdf/shinkou_report.pdf
- (2) http://www.jasdaq.co.jp/data/irchousahy-oukekka_210709_1.pdf
- (3) http://www.nasdaq.com/newsroom/news/pr2005/ne_section05_056.stm
- (4) ibid
- (5) <http://www.iirf.org/downloads/ConfRome/CFI04Sell-sideSurveyFinal.pdf>
- (6) <http://www.londonstockexchange.com/newsroom/2009-press-releases/new-equity-research-smaller-companies-launcher.htm>