

## エンロン破綻の衝撃（五）

— 問われるゲートキーパーの役割（その二） —

佐賀 卓雄

### 一、証券アナリスト問題の推移

エンロン社の破綻に際しては、証券アナリストの役割も問われることになった。しかし、この問題はエンロン社の破綻が直接のきっかけではない。既に二〇〇〇年四月中旬からのネット・バブルの崩壊とナスダックの株価急落を背景に、ネット株投資で損失を被った投資家が相次いで証券会社とそのアナリストに対して集団訴訟を起こしていた。

二〇〇二年四月には、ニューヨーク州の司法当局が約十ヶ月にわたってメリルリンチを調査し、同社のネット株担当の花形アナリストであるヘンリー・プロジツトを中心とするグループが投資家には買い推奨を行いながら、同じ銘柄を社内メーリングでは「くず同然」、「ごみ」などと酷評していた実態を暴露した。結局、メリルは罰金一億ドルの支払いと、アナリストの報酬を投資銀行業務から切り離すなどの社内改革を行うことで合意した<sup>(注)</sup>。

(注) 周知のように、アメリカにおける証券市場の監

視機関はSECであるから、何故、ニューヨーク州がアナリストの中立性問題に介入したのか、その根拠法は何か、といったことについて説明が必要である。実際、同州の司法長官エリオット・スピッツァーについて、ミルケン事件（ジャンク債の引受けで急成長を遂げたドレクセル・バーナム・ランベールがインサイダー取引疑惑などで一九九〇年に破綻し、同社の中心人物であったマイケル・ミルケンが逮捕された事件）で名をあげた連邦検事ジュリアーニ（後にニューヨーク市長）の再現を狙った売名行為ではないかといった憶測がなされた。当然ながら、先を越されたSECも立場がなかった。

同州が介入できた根拠は、投資家保護を謳っている州の証券法「マーチン法」である（これについては、平松那須加「歪められた中立性―証券アナリスト問題―」（淵田康之、大崎貞和編著『検証 アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社、二〇〇二

年、所収）の八六頁、および注二二―二五（二五八―二五九頁）を参照）。これまで、この法律は使われることはなかったが、この発動によって同州の司法長官が大手証券会社攻撃の急先鋒になった。

さらに、六月には、粉飾決算により史上最大の破綻となったワールドコムをめぐり、シティグループ傘下の証券会社であるソロモン・スミス・バーニーのアナリストであるジャック・グラブマンの行動が問題になった。彼は粉飾決算が表面化する直前に、ワールドコムの投資判断をいきなり引き下げたことから、同社との特別な関係が取り沙汰されたのである。その後の調査で、グラブマンはワールドコムの財務やM&A案件などについて助言を行い、一二年間に三回、ワールドコムの取締役会に出席していたことが判明した。その親密な関係からインサイダー情報の入手が可能なら

場にいたことが明らかになったのである。さらに、その過程でグラブマンは一般の投資家には入手が困難な新規公開株を自分が担当しているワールドコムやクエスト・コミュニケーションズなどの経営者に優先的に配分していたことも明らかになった。

グラブマンは世論の厳しい批判を受け、八月に退社を余儀なくされる。一部の新聞が伝える所では、同氏は、証券業界からの永久追放、および罰金一五〇〇万ドルの条件で当局と和解する見通しであるといわれる。

しかし、この問題はCSファースト・ポストンなどの大手投資銀行にも飛び火し、二〇〇二年一月二〇日に、規制当局 (SEC、NASD、NYSE、およびニューヨーク州司法当局) との間で、総額一四億三五〇〇万ドルの和解金を支払うことで合意した。この内訳は、政府への支払いが

九億ドル、独立系の調査会社からレポートを購入し個人投資家に提供するための費用が四億五千万ドル、投資家教育のための資金拠出が八五〇〇万ドルである。

## 二、証券アナリストによるエンロン株の評価

それでは、アナリストはエンロン株をどのように評価していたのであろうか。トムソン・フィナンシャルの資料によると、エンロン株をカバーしていた一五社のアナリスト (これは証券会社に所属している、いわゆるセルサイドのアナリストだけである。この他に、独立系のアナリスト、および機関投資家のバイサイドのアナリストがいる) の評価の推移は表のとおりである。ここから明らかになることは、一月二八日に同社の格付けがジャンク債に落ちても、依然として四名のアナリ

表 セルサイドの証券アナリストの買い推奨の割合

時 期	エンロン社をめぐる動き	買い推奨の割合
2001年 8月 7日	株価が最高値の90.75ドルを記録。	15名中13名
10月17日	株価、9月末に25ドルに低下。エンロン社が10億ドルの減益修正を発表。『ウォール・ストリート・ジャーナル』紙が投資組合との取引について不正会計処理の可能性を示唆。	15名すべて
10月24日	CFOのファストウ、辞任。	15名中12名
10月31日	SECが調査を開始。株価、13.90ドルに低下。	15名中10名
11月 8日	エンロン社、SECに過去4年間で約5億ドルの収益を水増ししていたことを報告。株価、8.41ドルに低下。	15名中10名
11月28日	11月9日にダイナジー社との合併が伝えられたが、破談になり、28日にエンロン社債の格付けがジャンク債に格下げされる。	4名
12月 2日	連邦破産法第11条の適用を申請。	1名（他は、「買い持ち」が7名、「売り」が2名）

(資料) (1) 買い推奨は「強い買い」、「買い」の合計である。その割合はトムソン・フィナンシャルによる。エンロン社を格付けていたセルサイドの証券アナリスト数が全部で15名というわけではないが、大手証券会社はすべてこの中に含まれている。

(2) 11月になると、エンロン社を評価の対象から外す証券アナリストがいたため、総数は変動している。

(出所) Report of the Staff to Senate Committee on Governmental Affairs, *op.cit.*, pp.72-73, より作成。

ストが「買い」推奨を行っていたこと、さらに驚くのは連邦破産法第一一条の適用を申請した一二月二日になっても「売り」推奨がわずかに二名のアナリストに止まっていたことである。

これに対して、独立系のアナリストは二〇〇一年四月頃には八名中三名が「売り」であったが、一二月までには八名中六名が「売り」推奨に転じていた。五月六日には、独立系の調査会社であるオフ・ウォール・ストリート・グループがエンロン社の収益性が低下しており、実際の株式価値は六〇ドルの株価（当時）の半分しかないことを指摘している。同グループは八月にもレポートを作成し、エンロン社が外見上の収益性を高めるために資産を売却し、その売却金を所得として計上しているが、その取引からいくらの利益があがったのかを開示していないため、アナリストは同社の正確な収益を明らかにすることができないと指摘

している。

また、二〇〇一年三月には、『フォーチュン』誌の記者であるベサニー・マクリン女史が「エンロン株は過大評価か」という記事を発表し、同社の財務諸表が不可解であり、なぜP E Rがそれほど高いのか理解に苦しむことを指摘している。

それより約半年後の一月二十四日に、セルサイドのアナリストとしては初めて「売り」推奨に転じたブルーデンシャルのキャロル・コール女史は、その理由として経営陣が真実を明らかにしていない以上、「買い」推奨はできないと述べている。

このように、独立系のアナリストや一部の雑誌などでは既に二〇〇一年の春頃からエンロン社の財務内容を疑問視する声があがっており、セルサイドのアナリストの中にもそれに同意する者が次第に増えていったのである。ネット・アナリストの中立性が問題視される中で、このことは問題を

一般化するに十分であった。ちなみに、先のブル社は二〇〇〇年に投資銀行業務からは既に撤退しており、投資銀行業務との関連がアナリストの判断を歪めているという状況証拠としては十分であった。

それでは、エンロン株を買い推奨していたアナリストはこれらの批判にどのように答えているのだろうか。二〇〇二年二月二十七日に上院政府活動委員会が「番犬は吠えず」エンロン社とウォール街のアナリスト」と題しておこなった公聴会において、大手投資銀行のアナリストが弁明している。彼らはエンロン社のビジネス・モデルが優れたものであることが「買い」推奨の理由であると説明する一方、その見直しが遅れたのはアナリストが基本的には公表された資料に基づいて分析をおこなっており、S P E (投資組合) を利用したオフバランス取引については知らなかった、もし

知っていればレーティングを引き下げたであろうと答えている。しかし、これでは彼らの評価の中立性に対する疑義に答えたことにはならない。既に見たように、様々な情報源からエンロン社の会計処理の不透明性に対する指摘がなされていたこと、一〇月一六日の決算修正によって簿外取引の存在が明らかになってきたから、公表された資料だけでもより注意深い分析が求められたはずだからである。

### 三、証券アナリストをめぐる利益相反問題

証券アナリストの中立性が問題にされたのは、もちろん今回が初めてではない。歴史的には、調査部門と営業部門、投資銀行部門との間にチャイニーズ・ウォール（情報隔壁）が設けられ、調査部門の中立性を維持する措置が採られてきた。し

かし、株式売買委託手数料が自由化された一九七五年五月の「メーデー」以来、この措置がまったく形骸化していたことが明らかになった。

「メーデー」以前には、アナリストの作成するレポートに対する報酬は手数料の一部として顧客から支払われていた。しかし、その自由化によって手数料引下げ競争が激しくなると、手数料の中にアナリスト報酬を入り込ませることが難しくなった。このため、アナリストは営業部門や投資銀行部門とのつながりを強めることによって報酬を確保する傾向を強めることになったのである。たとえば、以前には引受業務の際の発行体のデューデリジェンス（審査）は投資銀行部門のスタッフが担当し、募集が終了した後でアナリストがその銘柄を担当するという体制になっていた。ところが、「メーデー」以降、マーケティングとデューデリジェンスにアナリストを直接、参加さ

せ、投資銀行部門の一員として活動させる傾向が強まった。

こうなってくると、アナリストが投資銀行部門の顧客企業についてネガティブなレポートを書くことなど不可能であろう。仮にそのようなレポートを書けば、その投資銀行は引受業務やM&A案件から締め出されるであろうし、アナリストも経営陣とのミーティングには呼ばれなくなる可能性が強い。また、IPOの際、花形アナリストがレポートを執筆して推奨していれば、主幹事獲得の有力な条件になる。

加えて、アメリカの企業は予想が外れた時に株主からの提訴を恐れて、次期の利益予想を公表しないため、アナリストが経営者や財務担当者から個別に情報をつる「利益のガイダンス」という慣行が行われてきた。このため、アナリストは重要な情報をつるために彼らと良好な関係を保つ強い

動機が働く。ネガティブなレーティングをすれば、企業側から情報を提供されなくなる可能性があり、それがアナリストのレーティングにバイアスをかけているという指摘がなされてきた。かくして、SECは特定のアナリストへの「利益のガイダンス」をインサイダー取引などの不正取引の温床になる可能性があるとして、二〇〇〇年一〇月に公正開示規制 (Regulation Fair Disclosure) を採択したのである。

それ以外にも、アメリカの多くの証券会社はアナリストの株式保有を認めてきたため、それも中立性を損なう要因になっているといわれた。

ネット・バブル崩壊後、株価の急落、市況の低迷を背景に、個人投資家の信頼性回復に向けて、顕在化したアナリストの利益相反問題について包括的な規制に向けて大きく動きだしている。

#### 四、規制機関と大手証券会社

ネット・バブル崩壊を契機にアナリストの中立性が問題とされたのを受けて、業界団体や規制機関がアナリスト規制に乗り出した。まず、証券業界の任意団体である全米証券業者協会（SIA）は二〇〇一年六月に「調査のベスト・プラクティス」を公表し、顧客の利益の最優先、アナリストの報酬と株式保有、投資銀行部門との関係の開示など、一三項目のガイドラインを示した。これをベースに、二〇〇二年五月にNASDとNYSEはアナリストの利益相反を防止する規則を制定した。

この規則は、SIAのガイダンスと同じように、調査部門と投資銀行部門との間のチャイニーズ・ウォールを強化する、アナリストの報酬を投

資銀行業務から切り離す、利益相反の可能性がある事実を開示する、ことを求めている。ただし、新たに、引受幹事会社にIPO後のレポート発行禁止期間を定めている。

また、二〇〇二年七月三〇日に成立した企業改革法は、SECに対して証券アナリストの利益相反問題を解決するために規則を制定することを求めている。この内容は、証券アナリストの中立性を維持するための仕組みと、情報開示からなるが、基本的にNASDとNYSEの規則案と同じ内容である。

さらに、SECは二〇〇二年八月にレギュレーション・アナリスト・サーティフィケーション(Regulation AC)を提案した。これはアナリストのレポートが中立的であることをアナリスト自らに宣誓させるものであり、評価の対象となっている証券の発行会社、あるいはその関係者(アン

ダーライター、ブローカー・ディーラーなど）から報酬を受け取っている場合には、その事実を開示することを求めている。

以上はセルサイドのアナリストの規制動向であるが、発行会社がアナリストのネガティブなレポートに対して懲罰的な対応を採る限り、その実効性は疑わしいという側面がある。また、年金基金や資産運用会社についても、自社のポートフォリオに組み入れられている銘柄についてネガティブな評価をつけたアナリストの所属する証券会社への注文を減らすなどの報復措置も予想される。このような観点から、いくつかの州の公務員年金基金や全米証券アナリスト協会（AIMR）はバイサイドのアナリストも含めた規制案を提案している（これについては、平松、前掲論文、を参照されたい）。

さて、こうした業界団体、規制機関によるアナ

リスト規制と並行して、個別の証券会社に対して改革を求める動きも注目される。二〇〇二年五月に、メリルリンチがニューヨーク州と一億ドルの和解金の支払いとアナリストの中立性確保に向けた社内改革を実施することで和解したのに対して、シテイグループは投資銀行ソロモン・スミス・バーニーの調査部門を分離することを表明した。また、十月には、マサチューセッツ州はCSファースト・ボストンに対して、アナリスト部門の分離を求めた。この頃から、主導権争いが続いていた規制当局の間で協力関係の気運が高まり、大手証券会社のアナリスト問題をめぐる調整が進められた。かくして、最初に紹介したように、二月二〇日に、SEC、ニューヨーク州司法長官、NYSE、NASDAQの規制当局と大手証券会社一〇社との間で和解が成立した。その内容は、アナリストの報酬を投資銀行業務から切り離す、

投資銀行部門の営業活動にアナリストが同席することを禁止する、個人投資家に対して自社のアナリスト・レポートの他に独立系の調査会社のレポートを無料提供する、などである。最後の措置は規制当局が認定した最低三社の調査会社と契約を結ぶこととされている。しかし、このような形での政府介入に対しては批判が強い。

これらの動きをみれば、アナリストに対する報酬と投資銀行業務の分離、利益相反状況の可能性のある事柄についての情報開示の強化が改革の基本的方向性であることが分かる。しかし、アナリスト問題の根本は、アナリストの報酬をどうやって確保するかということである。そもそも、アナリストの利益相反が深刻になっただきっかけは、一九七五年に手数料が自由化され、アナリストに対する報酬を確保するために、彼らを投資銀行業務に動員したことであつた。したがって、この問題

に対して基本的な解決の見通しがつかない限り、アナリストの中立性問題が根本的に解決することは期待できないであらう。

これに関連して、わが国との比較でアナリスト報酬が驚くほど高額であることも指摘しておく必要がある。ネット株の花形アナリストであつたメアリー・ミーカー女史（モルガン・スタンレー所属）、ヘンリー・プロジット、そして通信株の花形アナリストであつたジャック・グラブマンは、いずれも二千万ドル（約二〇億円）前後の年俵であつた。経営者報酬などがわが国とは桁違いであることから比較は難しいにしても、アナリストの高報酬の見直しも必要だと思われる。

## 五、上院政府活動委員会の提案

上院政府活動委員会は二〇〇二年一〇月の報告

書において、基本的にこれまでの規制機関の試み  
を評価しながら、企業改革法が定めた目標を達成  
するために、次のような提案をしている。

① アナリストの投資銀行業務の影響からの隔離  
アナリストの報酬を投資銀行業務から切り  
離し、レポートの質にリンクさせるために、  
調査部門を別会社にする。

② アナリスト・レポートを公表前に当該企業に  
みせないこと

③ ネガティブな評価に対する報復を防止するこ  
とはもちろんであるが、甘い評価も同様に防  
ぐような報酬システムが必要である。

④ より広範囲な情報開示

NASD、およびNYSEの規則はアナリ  
ストのレーティングの分布とそのトラック・  
レコードを公表することを求めている。これ  
を証券会社のウェブサイトで、およびNAS

DまたはNYSEのウェブ・サイトで閲覧  
できるようにすべきである。

⑤ 証券会社は企業をカバレッジから外す時に  
は、その理由を公表すべきである。

これはニューヨーク州の司法長官とメリル  
リンチとの間での和解内容の一つである。多  
くの投資銀行は「売り」推奨に変えるより  
も、その企業をカバレッジから外すという措  
置を採ることは良く知られている。

しかし、それほど知名度の高い企業で  
あれば、投資家には十分な情報が提供されて  
いない可能性が高く、カバレッジから外す理  
由を公表する義務を課すべきである。

以上の改革案は規制当局のアナリスト規制をよ  
り徹底化させることを狙ったものである。

(さ) たかあ・当研究所主任研究員