



青山 護
井手正介 編著

証券アナリスト 新時代のプロフェッション



東洋経済新報社

証券アナリスト

新時代のプロフェッション

青山 護
井手正介

編著



東洋経済新報社



編著者紹介

青山 護（あおやま まもる）

1952年京都府に生まれる。1982年東京大学大学院経済学研究科博士課程修了。同年横浜国立大学経営学部専任講師。1983年横浜国立大学経営学部助教授（現在に至る）。1987年ニューヨーク大学経営大学院フルブライト上級研究員。1988年ロンドン大学経営大学院客員教授。著訳書『ポートフォリオ・マネジメントの実際（全2巻）』（監訳、全米公認証券アナリスト協会監修、東洋経済新報社）、『現代証券投資技法の新展開』（編著、日本経済新聞社）。

井手正介（いで まさすけ）

一橋大学商学士。ペンシルベニア大学ウォートン・スクール経営学修士。1965年野村證券入社。野村総合研究所出向。1977年野村総合研究所ニューヨーク事務所。1981年野村マネジメント・スクール出向。1983年米国公認証券アナリスト（CFA）。現在、大阪大学客員教授（投資信託寄付講座担当）。野村マネジメント・スクール主席研究員。専門分野：財務戦略。著訳書『アメリカの投資銀行』（共著）、『アメリカのポートフォリオ革命』『ユーロダラーの将来』（共訳）（以上、日本経済新聞社）。

証券アナリスト

1990年11月29日 発行

編著者 青山 護／井手正介

発行者 中島資皓

発行所 〒103 東京都中央区日本橋本石町1-2-1 東洋経済新報社

電話 編集 03(246)5661・販売 03(246)5467 振替 東京3-6518

印刷・製本 東洋経済印刷

本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。これらの許諾については、小社(電話03-246-5634)までご照会ください。

©1990〈検印省略〉落丁・乱丁本はお取替えいたします。

Printed in Japan ISBN 4-492-71069-8

ま え が き

1980年代を通じてわが国は世界最大の債権国となり、金融大国になったといわれる。戦後一貫して国を挙げて物作りにいそしみ、貿易立国、輸出大国を目指してきたわが国にとっては、「気がついてみたら金融大国」というのが正直なところであろう。ともあれ自由市場原理の支配する金融・資本市場の急拡大は、われわれ日本人に対してまぎれもなくパラダイムの一大転換を迫っている。というのは、企業の設備投資をはじめ国の資源配分のますます多くの部分が、個々の投資家が純投資として魅力のあるところにお金を投資することによって決定されるようになってきたことを意味するからである。これは官民協調と企業と金融機関の密接な関係を軸に資源配分を決めてきたわが国の伝統的なシステムとは、ある意味で反対の極に位置する方式である。

さてこのような自由市場型システムが有効に機能するための重要な条件の一つが、投資の魅力度という観点から望ましい資産運用先の決定に携さわり、あるいはアドバイスする多数のプロフェッショナルが存在することである。最近わが国で急速に「証券アナリスト」に対する関心が高まっているのは、まさにこの新しい時代の要請を反映したものといえよう。

ところで日本では証券アナリストというコンセプトは、当事者も含めて案外確立されていない。証券アナリストが本当に必要になったのは最近のことであるし、本家のアメリカでも資本市場の多様化と金融技術の高度化にともない、証券アナリストの役割も業務内容も急拡大しているからである。

そこで、本書は今日的な証券アナリスト像を紹介することを主目的に企画されたものである。その際「これこそ真の証券アナリストなり」というものを一つ示すのではなく、その役割をできるだけ広くとらえて、その多様性を具体的に紹介する方が有意義であろうというのが、我々の判断である。まだ日の浅い職業であることから、主要業務の現状を紹介すると同時に、本来あるべき姿、将来の可能性も重視した内容になっている。そのためにアナリスト先進国アメリカの実情や考え方の紹介も、重要な部分を占めている。

本書は以下の6部から構成されている。

第Ⅰ部「証券アナリストとは何か」は総論として、歴史的な変遷を踏まえて証券アナリストの全体像を描いている。

第Ⅱ部「証券分析業務のフロンティア」では、伝統的なアナリストの主要業務である「証券分析」に的を絞り、日米のリサーチ・アナリストの実態と、この分野のフロンティア業務を紹介している。

第Ⅲ部「ポートフォリオ・マネジメントの新展開」では、証券アナリストがますますポートフォリオ・マネジメントに関与する度合が高まっていることにかんがみ、アナリスト業務と投資マネジメント・プロセスが実際にどのように有機的に関連しているかを、日米両方について具体的に紹介している。

第Ⅳ部「資産運用のグローバル化」では、急速にグローバル化が進む投資業界の現場で、第Ⅰ部～第Ⅲ部で紹介したアナリスト業務がどのように実践されているかを紹介している。

第Ⅴ部「現代投資理論とアナリスト」では、新しいポートフォリオ・マネジメントの考え方の理論的バックボーンになっている現代投資理論のエッセンスをやさしく解説し、その中における証券アナリストの位置づけを行っている。

第Ⅵ部「プロフェッションとしての証券アナリスト」では、証券

アナリスト業務が確立される上で重要な役割を果たしてきたアナリスト資格制度を、日米両国について具体的に紹介している。

巻末「参考資料」には、これから証券アナリスト試験にチャレンジする人たちのための参考情報として、最近時点の日米のアナリスト試験問題を掲載した。試験問題の収録許可を与えて下さった米国公認フィナンシャル・アナリスト協会（ICFA）および日本証券アナリスト協会に御礼申し上げる。

本書の執筆陣には、証券アナリスト業務に関わる多様な実務領域を代表する専門家の方々に参加していただいた。とりわけ、アナリスト業務の国際的な展開を象徴するように、アナリスト先進国としての米国から AIMR 前理事長のアルフレッド・C・モーレー氏、ならびに日米のマネー・マネジメント・ビジネスに精通されているディーン・ウィリアムス氏のお二人を執筆者に迎えることができ、編著者としては望外の喜びであった。国内からは、リサーチ・アナリスト業務の分野を代表して、石川善一氏（大和総研）、三國陽夫氏（三國事務所）、新井敦子氏（同）、児玉万里子氏（同）、いわゆるポートフォリオ・マネジメント業務の分野を代表して、大場昭義氏（安田信託銀行）、川浦清孝氏（太陽投信委託）、笹沼府氏（同）、山本平氏（モルガン・グレンフェル・アセット・マネジメント）という、それぞれの分野ですぐれた業績をあげてこられた皆様方に執筆を快諾していただき、今日わが国で望みうる最高の執筆陣を確保することができたと自負している。

本書は、上記の執筆陣以外にも、多数の関係者の方々の御協力を得て完成したものである。とりわけ、日本証券アナリスト協会の由良玄太郎専務理事には、種々貴重なご助言を頂戴した。また、同協会の森直子氏には、証券アナリストの教育および資格制度（第10章）の執筆のみならず、巻末の参考資料の整理・収録にもご尽力い

ただいた。記して、感謝申し上げる次第である。最後に、本書出版の企画から、原稿依頼、校正に至るまでお世話いただいた東洋経済新報社の渡辺昭彦氏にも、厚くお礼を申し上げたい。

本書がきっかけになって、一人でも多くの優秀な若い人達が、専門職としての証券アナリストの仕事に関心を持っていただけることを切望する次第である。

平成2年10月

執筆者を代表して

青 山 護
井 手 正 介

目 次

まえがき

第Ⅰ部 証券アナリストとは何か

第1章 証券アナリストの歴史，現状および将来3

野村マネジメント・スクール主席研究員 井手正介

- 1 証券アナリストとは (3)
- 2 アメリカにおける証券アナリストの確立過程 (5)
- 3 日本における証券アナリスト (20)
- 4 証券アナリストの将来 (25)

第Ⅱ部 証券分析業務のフロンティア

第2章 リサーチ・アナリストの役割31

大和総研企業調査第1部部長 石川善一

- 1 産業のスペシャリスト (31)
- 2 マクロ経済分析 (34)
- 3 産 業 分 析 (37)
- 4 企 業 分 析 (39)

5 リサーチ・アナリストの調査活動 (47)

第3章 企業分析の新たな展開53

株式会社三國事務所 三國陽夫, 新井敦子, 児玉万里子

- 1 概 観 (53)
- 2 「企業の総合評価」に基づく企業戦略の立案 (59)
- 3 債券格付けにおけるアナリストの役割 (66)

第4章 アメリカの証券アナリスト75

AIMR 前理事長 アルフレッド・C・モーレー

- 1 は じ め に (75)
- 2 歴 史 的 変 遷 (76)
- 3 証券アナリストの横顔 (77)
- 4 業務内容と責任 (85)
- 5 将 来 展 望 (90)

**第III部 ポートフォリオ・マネジメントの
新展開**

**第5章 ポートフォリオ・マネジメントと証券アナリスト
の役割**95

安田信託銀行投資研究部主任研究員 大場昭義

- 1 は じ め に (95)
- 2 わが国におけるアセット・マネジメントの潮流 (96)
- 3 投資研究部の役割 (106)
- 4 ポートフォリオ・マネジメントの主要ファクター
(119)

- 5 ポートフォリオ・マネジメントを支える新しい人材像
(126)

第6章 ポートフォリオ運用と証券分析の接点131

太陽投信委託株式会社常務取締役 **川浦清孝**
太陽投信委託株式会社投資顧問部 **笹沼 府**

- 1 投資信託の現状——システム運用化進む (131)
- 2 システム運用拡大の背景 (138)
- 3 伝統的アプローチと計量的アプローチとの融合 (144)
- 4 ファンド運用のための投資理論 (147)
- 5 理工系出身者の立ち場 (151)
- 6 投信会社の調査部門と運用システム開発部門 (154)

**第7章 アメリカのポートフォリオ・マネジメントの
過去、現在および将来**159

ミラー・アンダーソン・アンド・シェラード パートナー
ディーン・ウィリアムス

- 1 は じ め に (159)
- 2 過 去 (160)
- 3 現 在 (165)
- 4 将 来 (167)
- 5 未来のポートフォリオ・マネジャーへ (168)

第IV部 資産運用のグローバル化

第8章 グローバル運用とアナリストの業務175

モルガン・グレンフェル・アセット・マネジメント ㈱社長 **山本 平**

- 1 グローバル投資の現状 (175)

- 2 運用における種々の問題 (181)
- 3 ポートフォリオの構築 (183)
- 4 グローバル投資の対象となる商品群 (186)
- 5 グローバル投資におけるアナリストの役割 (192)

第V部 現代投資理論とアナリスト

第9章 現代ポートフォリオ理論の展開とアナリスト …197

横浜国立大学 青山 護

- 1 はじめに (197)
- 2 現代ポートフォリオ理論の系譜 (198)
- 3 MPTとポートフォリオ・マネジメント・プロセス (212)
- 4 おわりに (222)

第VI部 プロフェッションとしての証券アナリスト

第10章 証券アナリストの教育および試験制度 ……227 ——日本および米国について——

社団法人 日本証券アナリスト協会 森 直子

- 1 はじめに (227)
- 2 日本における証券アナリスト(CMA)資格制度 (228)
- 3 米国における公認証券アナリスト(CFA)制度 (237)
- 4 証券アナリストのための継続教育プログラム (255)
- 5 証券アナリスト資格の国際化 (259)

参 考 資 料

平成 2 年証券アナリスト第 1 次試験問題	263
証券分析試験問題 (263)	
経済試験問題 (271)	
財務会計試験問題 (280)	
財務諸表分析試験問題 (285)	
平成 2 年証券アナリスト第 2 次試験問題	291
試験問題 (I) (291)	
試験問題 (II) (297)	
試験問題 (III) (303)	
1990 年 CFA 試験問題出題分野一覧	315
1990 年 CFA 1 次レベル試験問題 (抜粋)	317
1990 年 CFA 2 次レベル試験問題 (抜粋)	321
1990 年 CFA 3 次レベル試験問題 (抜粋)	327

第 I 部

証券アナリストとは何か

第1章 証券アナリストの歴史、現状および将来

野村マネジメント・スクール主席研究員 井手正介
CFA

1 証券アナリストとは

最近わが国で証券アナリストという職業が急速に注目され始めている。例えば社団法人日本証券アナリスト協会が行なっている証券アナリスト試験の受験者数が急増しており、1990年の一次および二次試験の受験者数は約1万1,000人以上にのぼった。一次試験受験の前提となる通信教育受講者数は、過去3年連続して1万5,000人に上った後、1990年は1万9,000人に達している。代表的な資格試験である公認会計士の二次試験の受験者数は5,735人（1989年）、司法試験の二次試験出願数約2万3,200人（1989年）と比べてみても、証券アナリストに対する関心の高まりがよく分かる。

ところで、証券アナリストという言葉から連想される仕事のイメージは、どのようなものであろうか。証券会社の調査部で、株式投資を勧めるために上場会社の収益力や財務内容を調査・分析し、投資レポートを作成する仕事、といったところであらうか。証券アナリストという仕事はアメリカで“security analyst”と呼ばれた業務を念頭において生まれた日本語で、有望な銘柄の発掘、選択が投資の意思決定の中心課題と考えられていた時代には、上述のような業務が証券アナリストの役割の核心をなしていた。

しかし、有価証券投資の主体が多数の個人から委託された巨額の資産の専門的な運用、管理を職業として行なう、いわゆる機関投資家の手に移るにおよび、いかにして望ましいポートフォリオを構築するかということが、投資の意思決定の中心課題になってきた。これにつれて証券アナリストの仕事もポートフォリオ全体のリスクを体系的にコントロールしながら、いかにして期待された運用成果をあげるかということに、重点が移ってきた。換言すれば、投資の意思決定の中味が、従来の「売り」か「買い」かというワンステップ・デシジョンではなく、ファンドの性格にもとづいた合理的な運用目標の設定、それを達成するための最適な資産配分と運用スタイルの決定、個別銘柄の最適な組入れ比率の決定、運用成果の評価と分析、それにもとづいたポートフォリオの組替えという、密接に関連した一連の意思決定のプロセスとしてとらえることが不可欠になってきた。証券アナリストの仕事の中心も、伝統的な調査、分析にもとづく比較、選択の作業から、投資の意思決定プロセス全体のマネジメントへと大きく変化してきたのである。

こうした変化を反映して、アメリカでも古典的な“security analyst”に代わって、“financial analyst”という表現が一般的に使われるようになった。全米フィナンシャル・アナリスト協会連合会では、フィナンシャル・アナリストを、「投資意思決定過程において財務的、経済的、統計的データを収集、評価し、あるいはこれらのデータを適切に応用することを主要業務とする個人」と定義している。そしてそれに該当する具体的な職業として、リサーチ・アナリスト（伝統的な証券アナリストの別称）、ポートフォリオ・マネジャー、投資顧問業務などを挙げている。最近わが国の証券アナリスト試験を受ける人の所属機関構成を見ても、伝統的なアナリストの母体である証券会社は今では半分以上になっており、代わって銀行、信託銀行、投資信託、生命保険、投資顧問会社、などのいわゆる機

関投資家のウェイトが高まっている。

今や証券アナリストの業務内容は「証券」や「アナリスト」という言葉をいかに拡大解釈しても表現できないほど拡大しており、今日の意味での証券アナリストを包括的に表現しようとすれば、「投資の意思決定プロセスの様々な側面に貢献するプロフェッショナル集団」というような、抽象的な表現にならざるをえない。急速に多様化する証券アナリストの業務内容を具体的に紹介するのが本書の目的である。

証券アナリストの仕事の中味とその業務範囲は、時代と共に大きく変わってきた。この章では日米における職業としての証券アナリストの発展過程を、投資環境の変化とのかかわり合いを通して紹介し、最後に将来展望を試みたい。

2 アメリカにおける証券アナリストの確立過程

(1) 証券分析手法の確立：ベンジャミン・グレアムの時代

古典的な意味での証券アナリストをプロフェッショナルとして確立する上で大きな貢献をしたのは、ベンジャミン・グレアムである。

グレアムは1914年にウォール街の小さな証券会社の債券アナリスト兼デリバリー係として、投資の世界に足を踏み入れた。アナリストといっても当時は体のいい便利屋で、バックオフィスでインクにまみれてデータを集めたり、偉い人の使い走りをつとめるのが主な仕事であった。

当時安全な投資対象はもっぱら大企業の発行する債券に限られ、大手の鉄道や電力会社などの例外を除けば、株式は投機的なものとみなされていた。企業の財務情報は断片的にしか公表されなかったこともあって重視されず、もっぱら業績に関する早耳情報や買占めグループの動向を中心とする市場の需給情報に基づいて、株価形成