
アナリスト規制に関する国際証券業協会会議（ICSA）の調査レポートについて

国際証券業協会会議（ICSA）は、バブル崩壊の後に「リサーチ・アナリストとリサーチに関する利益相反についての新規則」と題するレポートを作成した。本レポートは、リサーチに関する利益相反問題について、ICSA メンバー各国（日本、韓国、オーストラリア、英国、フランス、イタリア、スウェーデン、カナダ、米国及びオブザーバーのドイツ）とEUの取組状況を調査したものである。

本年4月に開催された第16回ICSA会合で、本レポートをICSAメンバー各国で公表することとなった。原文は、www.icsa.bz/pdf/Microsoft_Word_-_Analyst.pdfに掲載されている。以下は、本レポートの抄訳である。

ICSA 調査シリーズ

<抄訳> バブル崩壊の後に： リサーチ・アナリストとリサーチに関する利益相反についての新規則

マリリン・スカイレズ
2003年6月3日

本レポートは、マリリン・スカイレズが中心になり執筆した。各国の情報は、ラリー・ボイス、オーレリー・コウシェ、ダグ・クラーク、モニカ・コルッチ、ジョージ・クラマー、松本昌男、ラルス・ノードストローム、ジョン・ラムセイ、トム・セルマン、ジョン・セロコルドの多大な協力によっている。意見の部分は、全てマリリン・スカイレズ個人のものである。

著名なリサーチ・アナリスト達の1990年代株式市場好況時の不正が発覚し、証券市場の規制者と参加者は、今日の総合金融サービス会社内で、利益相反 - とりわけリサーチ・レポートの作成・配布から生じるものを、どう管理すべきか考える必要に迫られた。この問題の解決は、コーポレートガバナンスの充実と共に、証券市場の信頼を回復する鍵と考えられている。このレポートでは、ここ数年のリサーチに関する利益相反についての新規制の提案と導入のプロセスを調査した。

リサーチに関する利益相反に対しては、様々なアプローチがある。EUでは、原則と情報開示の強化を基本にしようとしている。また多くの国は、情報開示の充実や禁止規定、「チャイニーズ・ウォール」の強化など、もっと明確に定めるアプローチを採っている。さらに厳しく、投資銀行業務など他部門からのリサーチの分離を求めている国も多い。これらの規制によって、90年代に多くの総合金融サービス会社が展開したビジネス・モデル（リサーチ・アナリストが、利益率の高い引受けや他の投資銀行業務に重要な役割を果たした）は、事実上、なくなっていくと考えられる。

新たな規制の影響については、まだ云々言える時期ではない。しかし、リサーチ・プロセスの信頼性を向上させるのは疑う余地もない。一方、多額の調整費用がかかることになるため、多くの会社はリサーチの予算やカバー企業数を減少させているし、アナリストと他部門の関係を絶つため、資金調達にも影響を与えているともいえる。この規制の効果を見極めるには、もうしばらく時間が必

要になろう

1. 世界的な取組みと米国での最近の進展

2001 年初めから、多くの先進国が、リサーチに関する新規制を提案したり、導入したりしており、リサーチ・レポートの作成・配布に係る利益相反に取り組む努力は真にグローバルなものとなっている。EU では、リサーチに関する利益相反に部分的に対処する二つの新指令を発表したほか、新規制やベスト・プラクティスが必要かどうか検討するフォーラム・グループを設置した。また、IOSCO は、セル・サイドのリサーチ・アナリストの利益相反問題の検討に、証券アナリストに関するプロジェクトチームを2001 年前半に設置した。このプロジェクトチームは、IOSCO 参加国におけるアナリスト規制のベースとなるハイレベルな原則の策定に取り組んでいる。

< 別表 1 >

リサーチの問題は世界的に注目されたが、これに関する議論は、米国が最も活発であった。市場参加者、規制者、議会、ニューヨーク州司法長官の意見が、全て規制の枠組みに組み込まれた。この問題への本格的な取組みは、2000 年後半、米国証券業者協会 (SIA) が、リサーチ・アナリストと投資銀行の「ベスト・プラクティス」策定のために、米国の投資銀行の調査部門トップを集めて委員会を作ったことに始まる。SIA のベスト・プラクティスは、市場参加者との長期間また紆余曲折のあった交渉を経て、2001 年6 月発表になり、他国における同様の試みの雛形として役立っている。しかし、米国では、民間セクターのこうした努力は、すぐ追い越されるものである。

規制者サイドでは、2001 年前半、NASD が広範な規制の必要性について検討を始めたが、米国議会による一連の公聴会のほか、ニューヨーク州司法長官が、調査の一環として、著名なアナリストが90 年代に書いた一連の不利な e メールを公表したこともあり、より緊急性を帯びることになった。こうしたこともあって、リサーチ・アナリストの利益相反問題は、米国のトップ記事になり、規制者の仕事は更に面倒なものになった。

NASD と NYSE は、リサーチに関する利益相反について、2002 年2 月と10 月に、二つの新規制を公表した。多くの詳細な規定とともに情報開示について定めている。とりわけ、投資銀行部門がリサーチ・アナリストを監督することを禁じ、法務やコンプライアンス部門に未発表のレポートについてリサーチと投資銀行部門の情報仲介をするよう求め、特定の投資銀行取引を基にアナリスト報酬を決めることを禁じている。また、アナリストの投資銀行業務への貢献を考慮に入れることを明確に禁止し、アナリストの報酬を定める報酬委員会を作るよう求めている。さらに、アナリストに、顧客への勧誘や「販促」会議 (pitch meeting) への参加を禁じている。

2003 年5 月には、これらの自主規制機関から、サーベインズ・オクスレー法に対応して、より厳しい三つ目の規制提案があった。例えば、(1) アナリストと投資銀行業務間の規制を、全ての部門に広げ、(2) 対象会社との関係も、投資銀行業務に限らず開示させる、(3) アナリストが投資銀行業務に関われば、レポートの発行を禁止し、(4) 新規公開の引受けについても、休止期間を定めている。

< 別表 2、以下別表 5 までは省略した >

米国証券取引委員会 (SEC) も、2002 年8 月、アナリストに関してレギュレーション AC を公表した。この新規制では、リサーチ・アナリストが次のことを保証するよう求めている。(1) レポートの見解が、アナリスト個人のものであること、(2) アナリストの報酬が、調査レポートや公開の場で述べた特定の推奨や見解となんら関連がないこと。また、このことを、四半期ベースで保証していくようアナリストに求めている。2003 年2 月に正式な規制となったレギュレーション AC は、自主規制機関のルールより幅広いもので、株式・債券両方のリサーチに適用されるほか、米国投資家向けにレポート

を作成する海外のアナリストにも適用される。

これと平行して、2003年4月、規制当局と「全体的和解」を行った証券会社に、特別な規制が課せられた。これらの証券会社は、和解の条件として、約14億ドルを支払うとともに、次のことに同意した。(1)リサーチと投資銀行部門を物理的に離すこと、(2)両部門の法務や予算について、完全にラインを切り離すこと、(3)アナリストのカバー企業について、投資銀行部門は関与しないこと、(4)アナリスト報酬は投資銀行部門の業績やその意見から無関係であること、また、投資銀行部門がアナリストの評価を行わないこと、(5)アナリスト報酬は、主にそのリサーチの質及び正確さを基本にし、報酬決定について文書にしておくこと、(6)アナリストに、「販促」やロードショーなど投資銀行業務の勧誘を禁止すること、(7)投資銀行業務の維持獲得のために、投資銀行部門がレポート内容に立ち入ることのない施策や手続きを実施すること。

これらの証券会社は、また、顧客に配布しウェブに掲載しなければならない独立会社のリサーチのために、5年にわたり8千万ドル以上を支払うことに同意した。実質的に、独立リサーチ会社の支援を義務付けると共に、投資家が異なるリサーチを入手可能にするためである。これは大きな論争を呼んでいる。このリサーチが証券会社独自のものよりも良いという保障もなく、顧客コストの引き上げにつながるとの批判が多い。

2. カナダにおける最近の進展

カナダでのアナリスト規制に関する検討は、1999年9月にアナリスト基準に関する証券業界委員会(SICAS)が設立されるなど、早い時期に始まった。SICASは、証券会社、発行体、機関投資家の代表とカナダ証券業協会(IDA)、証券取引所等からの委員で構成され、アナリストの利益相反から提起される問題について調査した。調査結果は、2001年11月、アナリストの信頼性を守る新規制についての多くの提案を含むレポートとして発表された。このレポートを基に、IDAはパブリック・コメントのため、方針11「アナリスト基準」を2002年7月に公表した。この案には、潜在的な利益相反を最小化する施策を採るよう定めた基準(規制)とガイドライン(ベスト・プラクティス)が盛り込まれている。

公表後ほどなく、オンタリオ証券委員会(OSC)は、カナダの10大投資銀行がアナリストの利益相反をどのように管理しているか調査した。方針11で提案された方法は、ほとんど守られているとの判断であったが、IPOに先立っての証券取引を禁止する米国の要件など、新規制に追加すべき点があるとした。また、開示内容に証券会社間で一貫性がないと指摘し、証券会社とアナリストに期待される開示の充実には、決まりきった内容では十分ではないとしている。さらに、カナダの証券会社が米国市場への特権的アクセスを維持できるよう、新アナリスト規制が、米国のものと十分調和することの重要性を強調した。

方針11は、当初、禁止要件は小規模会社への負担が大きいとして、開示の充実に重きを置いていた。しかし、パブリック・コメントとカナダ証券当局との協議後、米国規制により一致させるため、2002年、2003年に改訂された。米加双方の規制は、依然違う点もあるが、開示要件及びリサーチと投資銀行業務間の情報障壁即ち「チャイニーズ・ウォール」の強化等を重視しており一致している点は多い。

<別表3>

3. 欧州における最近の進展

多くの欧州諸国におけるリサーチに関する利益相反に係る規制方針は、2002年12月に承認さ

れた市場不正指令 (MAD) と、2002 年 11 月に欧州委員会によって草案が公布された修正投資サービス指令 (SD2) に照らして、作成されてきた。MAD は、利益相反に対処するための高度な原則を含み、具体的には、リサーチの適切な提示、関係する利益相反の十分な開示を要求している。ISD2 では、投資銀行が行う投資リサーチは、付帯的サービスとして分類され、顧客に悪影響を与えないようあらゆる利益相反を管理せよという本指令の要件の対象となる。

MAD のレベル 1 の原則は、欧州委員会 (EC) と欧州証券委員会 (ESC) が採用したレベル 2 の実施策で具体化されている。欧州証券規制委員会 (CESR) が 2002 年末に MAD の実施策として EC に行った提案では、他国のような禁止規定ではなく、開示の充実を求めている。

欧州委員会はまた、この問題をより深く検討するため、市場参加者と規制当局からの参加を得て、金融アナリストに関するフォーラム・グループを設置した。欧州として追加規制やベストプラクティスが必要かどうかを具体的に検討し、2003 年半ばに報告書として公表する予定である。報告書による勧告があれば、欧州が、追加規制をすることになるかもしれない。

欧州連合レベルで作られている規制枠組みを大幅に超える形で、各国規制当局も独自の規制を提案したり実施したりしている。2001 年、イタリアは、リサーチに関する利益相反についての作業を始めた。2001 年の株式市場は、前年比 25% も下落したが、株価格付けの中で売り推奨の占める比率は、前年の 6% から増えはしたが、9% にしか過ぎなかった。イタリア規制当局の CONSOB は、全リサーチ・レポートに、所属証券会社とリサーチ対象企業の業務関係の性質と範囲について、視覚に訴えるような警告を掲載する必要があるとする新規則を発表した。

ドイツでも、最近、開示の充実とともに証券リサーチについての規則を実施することになった。双方とも、証券取引法 (WpHG) の透明性についての規制を大幅に拡張する 2002 年 7 月の第 4 次金融市場促進法に規定されている。WpHG の 34B で、金融サービス会社は、十分な専門性、配慮、意識をもって証券分析を行うこと、また、潜在する利益相反を開示するよう要求されている。独金融監督当局 (BAFin) は、2003 年 3 月に、新規則を補足するガイドラインを公表した。開示義務が生じることになる状況を具体的に上げ、また、リサーチと投資銀行部門間の「チャイニーズ・ウォール」が厳格に維持されてない場合に開示すべき他の潜在的な利益相反について指摘した。BAFin は、「チャイニーズ・ウォール」の強化を勧めている。

フランスでは、金融市場審議会 (CMF) が、2002 年、株式及び債券に適用されるリサーチの新規制を発表した。(a) アナリストの報酬と投資銀行業務間の関連を禁止し、(b) 「チャイニーズ・ウォール」違反についての規則を明確にし、(c) アナリストが、担当企業の証券を取引することを禁止し、(d) 顧客に先立って行う内部部門へのリサーチの提供を禁止し、(e) 「アナリストの独立性に影響する」要因の開示を求めている。また、リサーチとその他の部門間の情報交換を監督するリサーチ監督者の任命を求めている。

スウェーデンでは、スウェーデン証券業協会 (SSDA) が、開示の充実と禁止規定を盛り込んだ新規制を発表した。アナリストに、(1) 自身のために短期的な利益を上げること、(2) 発表後のある期間内に売買を行うこと、(3) 推奨と反する取引を行うこと、を制限している。また別の規制で、証券会社に対して、情報隔壁を設けること、利益相反を管理するためのガイドラインを持つこと、報告ラインを明確に区別すること、を要求している。

英国の規制当局は、幾つかの点でどの国も行っていないような幅広い規制を打ち出した。金融サービス機構 (FSA) が、2002 年 7 月、この問題を最初に検討した時は、原則を基本とした英国の規制枠組みは、米国で見られたような不正の排除に十分であるとしていた。しかしながら、市場参加者との幅広い協議の結果、リサーチに関する利益相反を適切に管理するために必要な「行動基準」を、経営者が理解し、また、使用していると思われないことに気づいた。そこで 2003 年 2 月、

FSAは、新たなルールとガイドラインとともに、多くの開示要件を提案した。この規制案は、債券のリサーチにも係るほか、投資銀行部門だけでなく販売や自己部門との関係についての禁止も数多く含む幅広いものとなっている。

FSAは、原則を基本としたアプローチを続けている。例えば、金融サービス会社の経営陣は、「アナリストについて、その作業内容に好ましくない影響を与える利益相反が起こらないよう」、適切な制度を置き、管理する必要があるとしている。しかし、この制度や管理に明確なガイドラインを定めているので、規定しているのと変わらない。とくに、(1)マーケティングにアナリストを使用してはならない、(2)アナリスト報酬を、投資銀行業務から決めることは許されない、また、他部門の管理者が決定してはならない、(3)証券会社やその従業員は、対象企業に有利なリサーチを作成するといふ勧誘をしてはならない、受けてもいけない、(4)公表前に対象企業に送る調査レポートでは、推奨や目標株価について提示してはならない、としている。また、アナリストは担当企業及び同業界の会社の証券取引を禁止されるべきだとしている。新規制に加えて、多くのルール変更と多くの開示要件も提案している。そして、調査レポート発行前の自己取引禁止についての適用除外のいくつかを廃止しようとしている。

<別表4>

4. アジア・オーストラリアにおける最近の進展

アジア各国の証券市場規制者も、アナリストの独立性の問題に注目しており、多くの国が、リサーチの利益相反を抑えるための新しい規制を公布した。日本では、2001年半ば、誤解を招くような調査レポートが原因で証券会社が処分され、問題が表面化した。日本証券業協会(JSDA)はワーキング・グループを設置し、アナリスト活動や他の関連する問題の検討を行い、その結果、2002年1月、調査レポートの取扱いに関する新規則を公布し、翌月、この規則の考え方を説明したガイドラインを発表した。金融庁もまた、2002年8月の「証券市場の改革促進プログラム」の中で、リサーチに関する利益相反の問題について取り上げ、証券市場に対する投資家の信頼を強化する手段として、証券アナリストと外務員に関する協会ルールの見直しを要請した。JSDAは、これに応えて、2003年1月、新たな規制を追加し、規則とガイドラインの改正を行った。

日本の規制は、本質的に、「アナリスト見解の独立性」を守ることを意図している。このため、証券会社に、リサーチとその他部門との情報を厳しく管理し、また、調査レポートのアナリスト見解とアナリストの証券取引を管理する内部システムの確立が求められている。また、証券会社に、(1)公表するレポートを書くアナリストを投資銀行部門で雇用することを禁じ、(2)対象企業に有利なリサーチを約束することを禁じ、(3)証券会社やそのアナリストと対象企業間のあらゆる利益相反の開示を求め、(4)調査レポート公表の際、対象企業との関係の開示を求め、(5)投資銀行部門がアナリストの報酬に影響を及ぼすことを禁じている。

<別表5>

韓国も新規制を発表した。金融監督委員会(FSC)は、2002年3月、アナリストの利益相反に対する総合監督計画を打ち出し、2002年8月にも見直しを行った。新規制は、韓国証券業協会(KSDA)の証券会社営業ルールの改定に組み込まれている。証券会社及びアナリストが、株式推奨に絡んで、利益や報酬を得ることを禁じた。ディスクロージャーに関しては、(1)証券会社やアナリストは、対象企業との金融面での関係を文書で開示すること、また、(2)証券会社は、対象企業の株式を1%超保有している場合は開示すること、とされている。また、(3)調査レポート案の写しを対象企業が受取った場合、レポートで開示しなければならず、(4)調査レポートで使用している格付けの意味及び過去12ヶ月間の格付けの推移、もレポートで開示しなければならない。

オーストラリアは作業中であり、現在、具体的な規制はない。その代わり、会社法の下で、金融サ

ービス会社とその従業員は、常に「効率的、誠実、かつ公正に」行動することが必要とされている。しかし、この問題についての国際的な展開から、豪州証券協会 (SIA) と証券・デリバティブ業者協会 (SDIA) は、2001 年 11 月、ベスト・プラクティス・ガイドラインを発表した。これが、唯一の発表されているガイドラインであるが、オーストラリア証券取引所 (ASX) 及びオーストラリア証券投資委員会 (ASIC) が、具体的な規則の必要性を検討しており、この状況も、近い将来変わると考えられる。

2002 年 9 月、ASX は、リサーチ・アナリスト及び調査レポートを発行する投資銀行に対する規制を求める「営業ルール手引書案」を発表した。市場参加者との協議を経て、2003 年 3 月にはこの改訂版が公表された。一方、2002 年 9 月、オーストラリア財務省は、企業開示や利益相反の管理に関して、会社法改正を示唆する政策文書を発表した。同時に、ASIC に対して、リサーチに関する利益相反について、この改正を補足する政策綱領を用意するよう命じた。会社法改正についての政府の詳細な案と ASIC の政策綱領は、2003 年半ばに公表される予定である。

5. 様々なアプローチ

リサーチ・アナリスト及び関連する利益相反に関する規制には、類似点相違点が多い。規制者は、自国市場への参考に、他国で課される規制を綿密に調査しており、類似点については驚くことではない。しかし同時に、国によって大きく異なる自国市場の状況があり、新規制のあり方も異なってくる。この市場の状況とは、個人投資家の重要度の違い、金融サービス会社の規模や形態、この規制を投資家の信頼回復の手段として捉える程度の違い、などである。また、米国のように、政治的な圧力が新規制のあり方に影響した国もある。

この規制の共通項に、どの国も、開示の充実に重点を置いたことがある。開示の充実は、金融サービス会社の調整コストが大きくなり、個人投資家にはリサーチの客観性に影響する要因について情報提供することになり、規制者・企業ともに都合がいい。また、規制項目の実現のためのコストを相対的に大きく感じる中小証券会社にとって、とくに重要である。

ほとんどの国は、開示の充実にして、(1) リサーチ・アナリストは、担当企業及びその証券について、自身または家族が持つあらゆる個人的利害を開示する、(2) 証券会社は、対象企業の資産の何%かを保有している場合は開示する (対象企業の株式資本の 1% から 5% が分岐点)、(3) 証券会社は、所定期間内に手数料を対象企業から受取った場合は開示する (一般に、調査レポート発行前の 12 ヶ月と、国によっては、調査レポート発行後数ヶ月)、(4) 対象企業のマーケット・メイクを行っている場合は開示する、(5) 全ての開示項目は、調査レポートに目立つように表示する、あるいは、多くの国では、集会などの場合はアナリスト自身が説明する、としている。

< 別表 6 >

多くの国では、上の「基本的」な開示だけでなく、(1) 対象企業の幹部、役員、従業員を兼ねる自社従業員の名前、役員や社員が対象企業から報酬を受取っている場合、対象企業の IPO を取り扱った場合など、対象企業との関係の詳細、(2) アナリストが投資銀行部門から報酬を受取っているかどうか、(3) 「バイ」、「セル」、「ホールド」の分布状況、格付けされた証券の価格及び格付けの推移、格付け区分等、証券会社の投資格付けについての詳細な情報、(4) 調査レポートで提供されている情報の性質及び情報源、を開示するよう証券会社に求めている。

開示の充実は、原則を重んじる欧州ではとくに重視されている。しかし、多くの国は、もっと詳細に規定する方法を採っている。これらの国では、開示の充実に共に、リサーチと事業部門間の「チャイニーズ・ウォール」の強化、アナリストが対象企業の株式を保有することの制限や禁止、アナリストと対象企業の相互干渉の制限、などの規定を定めている。ほとんどの国が、リサーチと投資銀行部門間のチャイニーズ・ウォールを常に維持すること、利益相反の管理に明確なガイドラインを持ち、

このガイドライン遵守状況をモニターすること、リサーチと他の事業部門とのレポートラインを区別すること、対象企業証券の保有や取引についてアナリストを制限しモニターすること、としている。

< 別表 7 >

これらに加え、国によっては、リサーチを他の事業部門から一層分離する方法を採っている。アナリストが偏ったリサーチをしようとするインセンティブを失くすことが、その目的である。というのも、多くが指摘しているように、リサーチは、それ自体より他部門からの収益に依存しており、アナリストは、会社全体の収益増加から利益を得るからである。アナリストは、偏ったリサーチ・レポートの発行によって、これらの収益とくに投資銀行部門の収益に貢献できるので、アナリストは偏ったリサーチをするインセンティブを持っている。

このインセンティブを失くすにはリサーチ部門を分離することだが、そうした国はない。その代わりに他部門からリサーチをできるだけ切り離すなど、偏ったリサーチの発行から、アナリストが利益を得ることが出来ないようにする方法を採っている。アナリスト報酬が、投資銀行部門と関係したり影響を受けたりしないようにする手段に重点を置いている。アナリストは、特定の投資銀行取引から報酬を受取ってはいいけないし、また、投資銀行部門がアナリスト報酬に口を挟むことを禁じる国もある。英国は、他の部門が口を挟むことも禁じ、米国は、アナリスト報酬は、個人個人のパフォーマンス、アナリスト推奨と株価パフォーマンスの相関関係、顧客などからのアナリストについての評価、などを基本にせよと提案している。

カナダ、日本、米国、英国では、リサーチ部門と他の事業部門の関係では、投資銀行部門はリサーチを監督してはならないことになっている。英国では、販売やトレーディング部門も含めようとしている。英国や米国では、アナリストが「勧誘」や「販促」会議に加わることを禁じ、英国は、新規公開株のマーケティングも禁止しようとしている。米国、日本、韓国では、未公表のレポートに関する、リサーチと投資銀行部門のコミュニケーションは、法務・コンプライアンス部門が仲介することになっており、英国では、その他部門とのコミュニケーションにもこの制限を行う予定である。米国で「全体的和解」を行った証券会社は、リサーチ部門を物理的に切り離すこと、投資銀行部門と別に法務・コンプライアンス部を持ち、予算も別にすること、投資銀行業務の獲得・維持のため他の部門がリサーチ・レポートの内容に関わることをしないよう方針や手続きを採ること、を義務付けられている。

また、リサーチの質の向上とアナリストの信頼確保のために、多くの策が採られている。例えば、格付けは明確に説明され、適切に分類される必要がある。また、監督アナリストを必要とする国も多い。アナリストの質の改善に向けて、米国では、アナリストに対して、新たな試験の導入や登録を予定しており、カナダ、フランス、スウェーデンは、CFA などのアナリスト資格の保有が必要とした。カナダは、米国アナリスト協会 AIMR の倫理綱領を守っているという証明が毎年必要としている。また、規則や倫理、職業責任について継続教育が必要とする国もある。

< 別表 8 >

投資家教育は、アナリスト問題について規制当局の対応の一つであり、個人投資家が総合金融サービス会社の作成するリサーチに内在し得る偏った見方を理解できるような投資家教育プログラムを始めている。米国 SEC と NASD は、2002 年に、この取組みを始めた。「全体的和解」の一部として、10 大投資銀行は 8 千万ドルを投資家教育のために支払うことになっており、この取組みは、もっと広がっていくと思われる。英国 FSA は、もっと事実に基づく情報で投資の意志決定を行うよう勧めるとともに、投資推奨の限界にスポットを当てることを意識した、消費者意識キャンペーンを行うと発表した。個人投資家は、1990 年代の株式市場バブルを一部担ったこともあり、投資家教育は、将来の市場バブルの防止 - 少なくともその拡大を防ぐための最も重要な手段の一つであるかもしれない。

6. 結論

リサーチ・アナリストとリサーチに関する利益相反についての新規制は、ほとんどの先進国市場で提案されたり実施されたりしてきた。規制は大きく異なっているが、動機はほぼ同じで、偏ったリサーチ・レポートの作成や発行を防いで、投資家の信頼を回復するためである。規制は明確になっているが、この段階で、コスト・ベネフィットを決めつけることはできない。また、豪州、フランス、EU、米国などでは、新たな追加規制が行われようとしている。

しかし同時に、この規制が多くの重要な影響を持つことは明らかである。まず第一に、アナリストの客観性と偏ったレポートの発行による利益獲得の機会との利益相反が起こることは、以前より大幅に少なくなり、リサーチの質を改善することになる。また、この規制により、開示の充実が図られ、個人投資家は、総合金融サービス会社の作成したリサーチに影響する偏向を意識するようになる。

第二に、リサーチと投資銀行業務の関連において、総合金融サービス会社のビジネスに大きな変化をもたらすことになる。1990年代、アナリストは利益率の高い引受けや他の投資銀行業務に重要な役割を果たすようになり、リサーチは、以前にも増して、他の事業部門と共に機能するようになった。新規制によって、このビジネス・モデルは、ほとんど存在しなくなった。そして、一部の会社では、アナリストの減員やアナリストのカバー企業数の減少が見られている。このカバー企業数の減少は、ある種の会社やセクターに流入する資金が減少するという大きな影響を与えるかもしれない。また、アナリストが新規発行の提案にアドバイスするなど、「ウォールを越えて」、他の事業部門と共に働くことを規制しており、資金調達面にも影響を与えると思われる。世界的な株式市場の低迷から、すぐに影響することはなさそうだが、長期的には重要な要因になると思われる。

ほかにもまだ、疑問点はある。理論上は、CESRやEUの採用している開示の充実と法令遵守の方法を伴った原則ベースのアプローチは、偏ったリサーチが行われないようにするに十分であるはずだ。しかし、米国、日本、英国などの規模の大きい資本市場は、先回りして規定するアプローチを採用している。現時点で、どちらのアプローチが効果的か評価するのは簡単ではない。

個人投資家が、最近始められた投資家教育プログラムなどの付随的な努力も含め、新規制にどう反応するかも見えてこない。リサーチに誠実性をもっと持たせることが、個人投資家サイドからの株式市場の信頼回復につながるかどうか。これが恐らく最も重要な問題であるが、現時点では答えが見えない。この規制が株式市場への投資家の信頼回復につながれば、金融サービス会社は、資本流入減少の可能性などの影響を、単にそのための追加コストと考えるだけになる。

以上

<別表 1>

リサーチ・アナリスト及び関連する利益相反についての新ルール年表

国際 / 地域

IOSCO	証券アナリストに関するプロジェクト・チームのレポート	2003 年半ば
EU	市場不正指令案公布	2002 年 11 月
	修正投資サービス指令提案	2002 年 12 月
	金融アナリストに関するEU フォーラムグループのレポート	2003 年半ば
CESR	「市場不正指令」に対する可能な実施対策に関しての 市場参加者との協議	2002 年 7 月
	「市場不正指令案に対する実施対策」に関するCESR の意見	2002 年 12 月
<u>国</u>		
豪州	「誠実なリサーチのためのベスト・プラクティス・ガイドライン」 ¹	2001 年 11 月
	ASX、手引書案発表	2002 年 9 月
	財務省、企業開示に関する提案書公表	2002 年 9 月
カナダ	SICAS、アナリスト基準に関するレポート公表	2001 年 11 月
	IDA、方針 No.11 「アナリスト基準」承認	2002 年 6 月 17 日
	IDA、方針 No.11 「アナリスト基準」改正	2002 年 12 月
仏	金融市場審議会 (CMF) 、No.2002-01 施行	2002 年 3 月 27 日
	CMF、第 2-4-1、2-4-7、3-2-5 条修正	2002 年 5 月 10 日
独	証券取引法第 34B 項施行	2002 年 7 月 1 日
	BAFin、第 34B 項の考え方公布	2003 年 3 月
伊	CONSOB、レギュレーション 11971/99 の 69 条修正	2002 年 7 月
	CONSOB、コミュニケーション 3019271 号公布 ²	2003 年 3 月
日本	JSDA、「アナリスト・レポートの取り扱い等について」公布	2002 年 1 月 25 日
	JSDA、「ガイドライン」公布	2002 年 2 月 15 日
	JSDA、「アナリスト・レポートの取り扱い等について」及び 「ガイドライン」の修正版公布	2003 年 1 月 15 日
韓国	FSC、「証券業監督ルール」修正	2002 年 3 月
	KSDA、「証券会社営業方法ルール」改正	2002 年 5 月
	FSC、「アナリストの利益相反に対する総合監督計画」実施	2002 年 8 月
	KSDA、「証券会社営業方法ルール」第 2 版公布	2002 年 8 月
スウェーデン	SSDA、「補完的行動基準」施行 ³	2002 年 3 月 1 日
	FSA、レギュレーション FFFS 2002:7-8 施行	2002 年 7 月 1 日
英国	FSA、討議資料 No.15 発表	2002 年 7 月

¹ オーストラリアでのベスト・プラクティス・ガイドラインは、オーストラリア証券協会と証券・デリバティブ業者協会によって共同で公表された。

² コミュニケーション 3019271 号は、2001 年に公布されたコミュニケーション DME/1029755 に代わるものである。

³ スウェーデン証券業協会 (SSDA) が公布したルールの完全な表題は、「アナリスト及びコーポレートファイナンス要員の補完的行動基準」である。

	FSA、協議文書 No.171 公表	2003 年 2 月
米国	SIA、『リサーチのベスト・プラクティス』発表	2001 年 6 月
	ニューヨーク州司法長官 (NYSAG) 調査開始	2001 年 7 月
	NASD/NYSE、リサーチに関する新ルール発表	2002 年 2 月 13 日
	SEC、NASD/NYSE のルール変更承認	2002 年 5 月 8 日
	NYSAG、メラル・リンチと和解	2002 年 5 月 21 日
	サーベインズ・オクスレー法署名	2002 年 7 月 30 日
	SEC、レギュレーション AC 提案	2002 年 8 月 2 日
	NASD/NYSE、リサーチに関する追加ルール公表	2002 年 10 月 3 日
	NASD、一層のルール変更公表	2002 年 12 月
	主要投資銀行と反和解	2002 年 12 月 19 日
	SEC、レギュレーション AC 承認	2003 年 2 月 6 日
	主要投資銀行と全体的和解	2003 年 4 月 28 日
	NASD/NYSE、新規制公表	2003 年 5 月 22 日

(抄訳)

<別表 6⁴>

リサーチ・アナリスト及び関連する利益相反に係る新規制

国名

開示要件

		日	韓	豪	英	独	仏	伊	瑞	EU	加	米
1	証券会社が対象企業の資産の特定割合を有している場合、調査レポートで開示しなければならない ⁵		○			○	○	○				○
2	アナリストは、担当企業の証券に対するあらゆる個人的な利害を開示しなければならない ⁶	○	○	○				○	○			
3	対象企業から証券会社に対し手数料が支払われた場合、レポートで開示しなければならない ⁷			○				○				
4	証券会社は、自らが対象企業のマーケット・メイカーである場合、開示しなければならない					○	○					○
5	全てのディスクロージャーは調査レポートで目立つように表示されなければならない	○	○			○		○	○			○
6	リサーチ・アナリストは、他の情報源から得た情報がどれで、自らの意見がどれなのかを開示しなければならない	○	○									
7	証券会社は、発行会社の役員・取締役・従業員である自社従業員の名前を開示しなければならない	○										○
8	証券会社は、アナリストが投資銀行業務から報酬を受けている場合は、開示しなければならない											○
9	リサーチでは、「バイ」、「セル」、「ホールド」と格付けされた証券の割合(%)を示さなければならない									○	○	○

⁴ 提案されているが承認されていない規制は、印である。オーストラリアのここを示している規制はベスト プラクティスのこと。

⁵ カナダでは、ディーラーは推奨した特定の証券に対して自らが有する特別な利害関係を開示しなければならない。更に、方針案 No.11 では、あらゆるクラスの証券の保有が、対象企業の株式総数の 1% 超の場合は、開示しなければならない。EU での CESR の提案は、対象企業の総株式資本の 5% 超の場合、開示しなければならない。フランスは、対象企業の株式の 5% を保有する場合、開示しなければならない。英国 FSA の提案では、対象企業の普通株式 1% 超のとき、また、利益相反を生み出す可能性がある他の保有や融資がある場合、証券会社は開示しなければならない。米国では、調査レポートの公表または公開の場での話す前の 5 日間に、証券会社または一関連会社があらゆるクラスの普通株式の 1% 超を保有している場合は、開示しなければならない。更に、証券会社は、対象企業に対して持つその他全ての実際の重要な利益相反について開示しなければならないほか、リサーチ・アナリストはこのような利益相反を公開の場で話すときは、開示しなければならない。

⁶ カナダ、日本、韓国、スウェーデン、英国、米国では、アナリストの家族にも適用される。

⁷ オーストラリアとカナダでは、証券会社は、調査レポートの発表前 12 ヶ月間に得た対象企業からのあらゆる手数料を開示しなければならない。EU では、調査レポート発行前 12 ヶ月に対象企業に対して実質的な投資銀行サービスを提供していた場合、証券会社は開示しなければならない。イタリアでは、手数料を生じさせる契約の存在を調査レポートで開示しなければならない。英国では、調査レポート発行前 12 ヶ月の間に対象企業に対し投資銀行業務を提供したり、発行の主幹事を務めた場合、あるいは調査レポート発行後 6 ヶ月間で当該企業に対しそのような業務が見込まれる場合、証券会社は開示しなければならない。米国では、調査レポートの公表に先立つ 12 ヶ月間に対象企業によって支払われたあらゆる手数料を開示しなければならない。また、① 投資銀行サービス、② 非投資銀行証券関連サービス、③ 非証券サービス、に分類して開示しなければならない。

		日	韓	豪	英	独	仏	伊	瑞	EU	加	米
10	証券会社は、格付け銘柄のカバーを停止あるいは中止する意向を、事前に発表しなければならない											
11	証券会社は、対象企業の IPO の幹事であった場合、一定の期間開示しなければならない	○				○						○
12	証券会社は、格付けの全体的な分布を公表、あるいは開示しなければならない											○
13	調査レポートには、格付け証券の価格及び格付けの推移に関する情報を書かねばならない		○									○
14	アナリストは、対象企業が所属する証券会社の顧客である場合、開示しなければならない ⁸		○									○
15	証券会社は、アナリストチームの一員が公開予定企業の株式を所有している場合、開示しなければならない								○			○
16	証券会社は、役員及び社員が対象企業から給料を受取っている場合、開示しなければならない											
17	証券会社は、報告ラインや利益相反の管理に関する方針を開示しなければならない											
18	証券会社は、対象企業の関連会社である場合、開示しなければならない	○										
19	証券会社は、対象企業の企業ブローカーである場合、開示しなければならない											
20	リサーチでは、法人顧客の発行証券に対する格付けの分布を開示しなければならない											
21	証券会社は、直近 12 ヶ月以内に投資銀行サービスを提供した発行会社の割合を開示しなければならない											○
22	証券会社は、アナリストが過去 12 ヶ月間に対象企業から報酬を受取った場合、開示しなければならない											
23	アナリストは、対象企業に対して持つあらゆる個人的な経済的利害の性質を開示しなければならない ⁹											○
24	証券会社は、対象企業に関連するアナリストの他の重要な利益相反を開示しなければならない											

⁸ 米国では、リサーチ・アナリストはまた、過去 12 ヶ月間に証券会社が対象企業から受け取った報酬の源泉を、(1)投資銀行サービス、(2)非投資銀行証券関連サービス、(3)非証券サービスに分類して、開示しなければならない。

⁹ 本要件はアナリストの家族の者も対象としている。

<別表 7¹⁰>

リサーチ・アナリスト及び関連する利益相反に係る新規制
「チャイニーズ・ウォール」の強化

国 名

		日	韓	豪	英	独	仏	伊	瑞	EU	加	米
1	リサーチ部門と業務部門間の情報障壁を常に維持しなければならない	○	○	○		○	○		○			○
2	証券会社は、アナリストが直面する潜在的利益相反を管理するための明確なガイドラインを持たなければならない ¹¹	○	○	○		○	○		○			○
3	事業体及び対象企業は、発表前に調査レポートを承認することはできない	○	○	○		○			○			○
4	リサーチとその他業務の報告ラインは、明確に区分しなければならない	○	○	○		○	○					○
5	証券会社は、リサーチで得た重要情報の管理を適切に行わなければならない	○	○	○			○		○			○
6	証券会社及び従業員は、リサーチで得た未公表の情報を利用して、自らの勘定で取引を行うことはできない	○	○				○		○			○
7	証券会社は、利益相反を管理するためのガイドラインの遵守を監視しなければならない	○	○	○		○			○			○
8	証券会社は、アナリストが担当企業の証券を所有し取引を行うのを、監視しなければならない		○	○			○		○			○
9	アナリストは、自らの推奨に沿った取引でも、一定期間あるいは許可なくして、行うことはできない		○	○					○			○
10	アナリストは、許可なくして、自らの推奨に反する取引を行うことができない		○	○					○			○
11	証券会社は、情報の移転に関する社内ルールを策定しなければならない	○		○			○		○			○
12	証券会社は、アナリストが独立した意見を述べられるよう、事業を監督しなければならない ¹²	○	○	○								
13	証券会社は、IPO 後一定の期間、リサーチを発表することはできない ¹³		○									
14	証券会社は、格付け銘柄のカバーを停止あるいは中止する意向を、事前に発表しなければならない											
15	アナリストは、担当企業の証券の保有及び取引を禁じられる ¹⁴	○					○					

¹⁰ 提案されているが承認されていない規制は、印である。米国で同意された全体的和解の一環で、関係する企業のみにも適用される対策には下線を引いた。オーストラリアのここでも示している規制はベストプラクティスのこと。

¹¹ 米国では、証券会社は、色々な公開の場に出るアナリストに対する明確なガイドラインを持たなければならない、とらことも提案されている。

¹² 日本では、証券会社は、アナリストが特定の顧客についても独立した意見を述べられるよう確保する必要もある。

¹³ カナダ、韓国、米国では、できない期間は 40 日間であるが、英国 FSA は 30 日間を提案している。カナダ、韓国、米国では、レポート同様、この間のアナリストによる公開の場での話も禁じられている。米国では、この間証券会社はリサーチを配布することもできない。

¹⁴ 英国 FSA はまた、リサーチアナリストに担当企業と同セクターに属する企業の証券を保有・取引させないようにすることも提案している。

		日	韓	豪	英	独	仏	伊	瑞	EU	加	米
16	発表前に対象企業に送られるリサーチに、格付けや価格目標を書くことはできない	○										○
17	証券会社は、募集売出し後 10 日間は、リサーチを公表したり 公開の場で話すことはできない											
18	リサーチは、特定の時にのみ、格付けの変更について発行会社に知らせることができる	○										○
19	アナリストは、自らが取締役・役員・従業員である発行体に関してレポートすることはできない ¹⁵										○	
20	証券会社は、IPO に加わった後の一定期間、目標株価や格付けを表示することはできない	○										
21	アナリストやその家族は IPO 前の株式を購入することはできない											○
22	リサーチ・アナリストに対する全ての取引規制は、上級リサーチ管理者にも適用される ¹⁶											
23	証券会社は、引受人となった場合、IPO 後 25 日間はリサーチを発表したり 配布することができない											

事業体からのリサーチの分離

		日	韓	豪	英	独	仏	伊	瑞	EU	加	米
1	アナリストは、特定の投資銀行取引から得た収益をもって報酬を受けることはできない	○		○			○					○
2	証券会社は、有利なリサーチを約束したり 格付けを変更、変更を延期すると迫ることはできない	○										○
3	投資銀行部門は、リサーチを監督することはできない	○										○
4	未公表のリサーチに関して投資銀行部門とのコミュニケーションには、コンプライアンス及び法務部門を通さなければならない	○	○									
5	投資銀行業務は、リサーチ・アナリストの報酬を決定したり 影響を与えてはならない	○										○
6	証券会社は、特定の発行会社について調査レポートを書くことと約束してはならない	○										○
7	リサーチ・アナリストは、顧客に勧誘を行ったり 「販促」会議に参加してはならない											
8	リサーチ・アナリストを、新株のマーケティングに利用することはできない											
9	投資銀行部門も 営業・トレーディング部門もリサーチを監督することはできない											
10	事業体は、調査レポートのカバー企業、タイミング、内容について決定を行うことはできない ¹⁷											
11	投資銀行部門も 営業・トレーディング部門もリサーチ・アナリストの報酬を決定することはできない											

¹⁵ 日本及び米国では、証券会社はリサーチ・アナリストが対象企業の取締役、役員、従業員である場合、開示しなければならない。米国では、リサーチ・アナリストの家族が対象企業の役員、取締役、従業員であるかどうか開示しなければならない。

¹⁶ 上級リサーチ管理者とは、調査担当役員、監督アナリスト委員会メンバー、アナリストの推奨を監督するその他の者等と定義される。

¹⁷ 特に、投資銀行業及び営業・トレーディング部門は、どの株式をカバー対象とし、何を書き、いつ発表するかということを決定することができない。

12	一旦カバー企業にすると、あらゆる格付け変更案はコンプライアンス及び法務部門に承認されなければならない												○
13	リサーチ管理者は、カバレッジに関して全ての企業について明確な決定を行う												○
14	経営上層部は、投資銀行部門からの情報なしに、リサーチの予算を決定しなければならない ¹⁸												○
15	リサーチ部門は、投資銀行業務から物理的に分離されなければならない												○
16	アナリストの報酬は、直接的にも間接的にも、投資銀行業務の収益を基準にすることはできない												○
17	投資銀行には、リサーチ・アナリストの業績を評価する役目はない												○
18	証券会社は、リサーチと投資銀行業務に対し別の法務、コンプライアンス要員を有しなければならない												○
19	各証券会社の報酬委員会が、リサーチ・アナリストの報酬を検討し、承認しなければならない ¹⁹												
20	アナリストの報酬の基準については、年毎に文書として提出し、認証されなければならない												
21	非リサーチ職員は、発表前に調査レポートを承認することはできない												
22	投資銀行部門の職員は、リサーチ・アナリストに仕返ししたり仕返しすると脅迫することはできない												
23	証券会社は、アナリストが対象企業から投資銀行業務を獲得しようとする場合、リサーチを発表することができない												
24	アナリストの報酬は、そのアナリストのリサーチの質及び正確さを基準としなければならない												
25	非リサーチ職員とリサーチのやり取りは、コンプライアンス及び法務部門を通さなければならない ²⁰												

¹⁸ リサーチ予算はまた、投資銀行業から得る特定の収入と関係なく決定されなければならない。

¹⁹ 報酬委員会は、個々のアナリストの業績、推奨と株価の動きとの相関関係、顧客からの評価、及び報酬を決定付ける要因でアナリストに関するその他の事項を考慮しなければならない。報酬委員会は、報酬を検討、承認する際、証券会社全体の投資銀行業務へのアナリストの貢献度を考慮に入れることを禁じられることになる。

²⁰ この制限は、未発表のリサーチに関するやり取りについてのものである。

< 別表 8²¹ >

リサーチ・アナリスト及び関連する利益相反に係る新規制
リサーチの質及びアナリストの倫理を向上させるための施策

国 名

		日	韓	豪	英	独	仏	伊	瑞	EU	加	米
1	格付けを明確に説明し、適切に分類しなければならない ²²	○	○	○								○
2	監督アナリストは、全ての調査レポートを承認する責任がある ²³	○	○				○					○
3	調査レポートでは、ターゲット・プライス決定の評価方法及び潜在的リスクを明示しなければならない	○		○								○
4	リサーチ・アナリストは、公認財務アナリスト(CFA)の指定を受けているか、その他の適当な資格を有していなければならない						○		○			
5	証券会社は、一定期間リサーチを保存しなくてはならない	○										○
6	リサーチ・アナリストに対しては継続的な教育が必要とされる ²⁴											
7	リサーチ・アナリストは、自らのレポートが発行会社の視察に基づいているものか、視察が実質的なものであったかどうかを開示しなければならない										○	
8	アナリストは、AIMR 倫理規定を確実に遵守するために、年 1 回認定されなければならない										○	
9	リサーチ・アナリストは、重要情報の発表後に財務予想及び格付けを再検討しなければならない										○	
10	リサーチでは、格付けされた全ての銘柄に関する財務予想及び推奨を維持し、公表しなければならない											
11	リサーチ・アナリストは、第三者の専門家に頼っているか、またそのような専門家を任命しているかどうかを開示しなければならない											
12	リサーチには、アナリストの実績を示すために、過去 3 年分の株価チャートを載せなければならない											
13	リサーチ・レポートでは、レポートが誰に向けてのものかを表示しなければならない											
14	リサーチは、データの参照先を書かねばならず、最初に発表した日を明示しなければならない											
15	経営者は、定期的に全てのリサーチ及び推奨を再検討すべきである											○

²¹ 提案されているが承認されていない規制は、印。

²² 更に、カナダ、日本、韓国、米国では、全ての投資推奨が明確かつ一貫していることが求められる。

²³ カナダ、日本、スウェーデン、米国では、監督アナリストはプロフィシエンシー（専門性）要件を満たしていなければならない。

²⁴ 米国では、ルール、規制、倫理、職業上の責任に重点が置かれる。

		日	韓	豪	英	独	仏	伊	瑞	EU	加	米
16	アナリストは、特定の見解や推奨に対し報酬を受取っていないことを証明しなければならない											○
17	リサーチ・アナリストは、自らの示している見解が自らの個人的見解を反映していることを証明しなければならない											○
18	リサーチ・アナリストに対する新しい登録カテゴリー及び資格試験を確立しなければならない											
19	アナリスト及び監督アナリストは、NASD 及び NYSE に登録され、資格を有していなければならない											