

## アナリスト問題について - イギリスを中心に

日本証券経済研究所 須藤時仁

1. はじめに
2. アナリストに関連する問題（利益相反）
3. イギリスの規制
4. FSA の見解の妥当性
5. イギリスのアナリスト行動
6. まとめ - 政策的インプリケーション

### 1. はじめに

#### (1) アナリスト問題とは

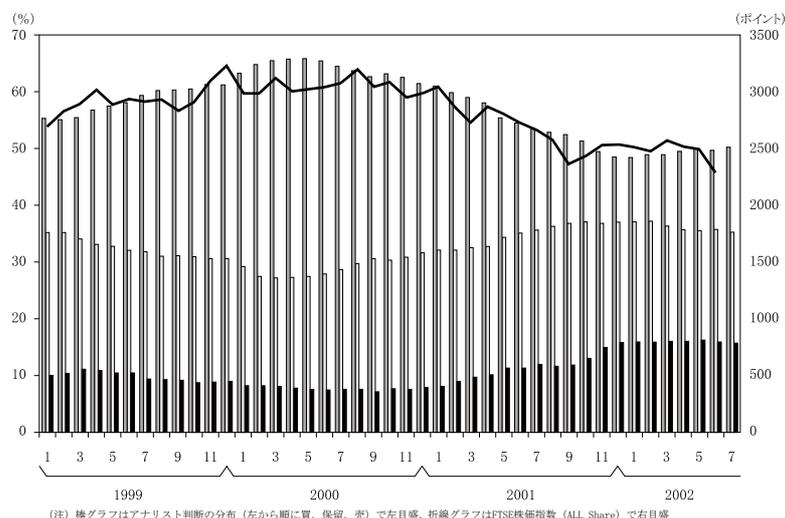
- ・ NY ダウのピーク：\$ 11,722.98(2000.1.14) 2000 年末 8.0%下落（ピーク比）  
01 年末 7.1%下落（同） 02 年末 28.8%下落（同）
- ・ NASDAQ のピーク：5,048.62P(2000.3.10) 2000 年末 51.1%下落（ピーク比）  
01 年末 21.1%下落（同） 02 年末 73.6%下落（同）
- ・ 株価が下落基調に転じたにもかかわらず、セルサイド・アナリストは強気の買い推奨レポート アナリスト不信 その背景にアナリストの利益相反（アナリスト問題）

#### (2) アメリカの規制（図表 1）

- ・ 02.7.9：アナリストの利益相反に対応した NASD と NYSE の新規則が施行
- ・ 02.7.30：企業改革法（サーベンス・オクスリー法）成立
- ・ 02.8.2：SEC がレギュレーション AC - アナリスト・サーティフィケーション案を発表（03 年 4 月 14 日より施行）
- ・ 02.10 月：NYSE と NASD が企業改革法に対応した新規則案および規則修正案を発表
- ・ 02.12 月：NYSE と NASD が 10 月に発表した新規則案と規則修正案を再修正

#### (3) UK 上場企業に対する推奨判断の分布

- ・ FTSA All Share Index が下落しても「買」推奨が 50%以上を占める（図表 2）



## 2. アナリストに関連する問題（利益相反）

### (1) 業者内部に起因する問題

#### 業務間軋轢

##### ・ 仲介業務

個人：取引ロット小、他部門との取引関係なし 投資家の信頼獲得（取引増加）  
正確な企業・株価評価

機関投資家：取引ロット大 取引の維持、拡大のため、ファンドで比重の高い銘柄に  
関して「買」推奨

事業法人：資産運用業務における取引の維持、拡大のため、当該企業の株式に関して  
「買」推奨

・ 投資銀行業務(IPO、M&A、引受業務など)：取引の維持、拡大のため、当該企業の株式  
に関して「買」推奨

調査部門がレポートの発行以前に他の部署にレポートを回覧する報告構造になっている  
場合、他の部署からレポートの発行中止、発行のタイミングや文言・判断の変更などが要  
求される可能性がある。

#### 業者の収益構造とアナリストの報酬体系

##### ( ) 収益構造

- ・ 証券委託手数料の自由化とインターネット取引の普及 仲介部門の収益性低下
- ・ 株式市場の活況に伴う IPO、公募増資などの増加 投資銀行部門の収益性上昇  
業者の収益全体に占める投資銀行部門の貢献度が上昇

##### ( ) アナリストの報酬体系

- ・ 調査部門のコスト < 委託手数料収入 レポートの公正性・独立性確保  
> 委託手数料収入 投資銀行部門の収益でカバー  
投資銀行部門がレポートに影響力を行使  
アナリストの報酬体系が投資銀行部門への貢献  
度にリンク  
アナリストが投資銀行業務に積極的に協力する  
インセンティブ

(2) 業者の外部に起因する問題

企業による圧力

- ・ 自社株価下落 企業幹部に対する株主からの経営責任の追及  
株価連動報酬制度が導入されている場合には報酬の減少

↓

- ( ) レポート発行前の企業による検閲要求
  - ( ) 企業によるアナリストまたは業者への圧力
    - ・ 業者との取引の削減や停止
    - ・ 業者(調査部門)への抗議
    - ・ ミーティングへの不招致、または訪問の遮断
- アナリストにとって情報獲得機会の制約

ファンド・マネージャーによる圧力

- ・ ファンドで比重の高い銘柄の株価下落 ファンド・マネージャーの評価の低下  
業者への抗議、取引の削減や停止
- ・ *Institutional Investor* などの雑誌、新聞が主催する機関投資家(ファンド・マネージャー)の投票によるアナリストのランク付けがアナリストの報酬に影響

(3) 投資家の過失

投資家の知識、経験不足

- ・ レポートの推奨判断の意図を機関投資家は理解しているが、個人投資家は理解していない場合が多い。
- ・ 投資家(機関投資家と個人投資家)に応じて、情報の伝達経路(レポートの種類も含む)が異なることを個人投資家は理解していない。  
→ 緊急性の高い情報ほど個人顧客への伝達は遅い

(4) アナリストの個人的利益など 相場操縦、インサイダー取引

アナリスト(家族、友人)または業者(顧客)による当該銘柄の保有 相場操縦

- ・ 既に当該銘柄を保有している場合 「買」推奨レポート  
特に、企業の公開以前にその株式を購入することができたアナリストは、公開によって莫大な利益を得られる可能性があるため、公開後に実態以上に当該企業を推奨するインセンティブが大きい。
- ・ 当該銘柄の購入を検討している場合 「売」推奨レポート

未公開情報へのアクセス インサイダー取引

- ・ 不完全なチャイニーズ・ウォールにより、調査・投資銀行・営業・トレーディング部門間で情報が流通。

投資銀行部門からのファイナンス情報に接することができるアナリストによるインサイダー取引

市場（株価）への影響力      相場操縦

- ・アナリストもしくはアナリストが所属する業者の業界内での立場またはレポートの内容によっては、レポートの情報や推奨判断が株価、投資家の決定に大きな影響を与える場合（必ずしも、その内容がインサイダー情報によるわけではない）。

↓

レポート発行以前の当該アナリストによる購入

### 3. イギリスの規制

#### (1) 現行規制

- (a) 2000年金融サービス市場法（Financial Services and Markets Act 2000 [FSMA]）に基づく原則、規約（規則等の集まり）、規則    金融サービス機構（FSA）が制定
  - ・業務原則（Principles for Businesses）
  - ・業務行為規約（Conduct of Business）
  - ・市場行為規約（Code of Market Conduct）
    - 相場操縦などの市場不正行為
  - ・上場規則（Listing Rules of the UK Listing Authority (UKLA)）
    - 上場企業による重要事項の開示
- (b) 1993年刑事裁判法 パート5（Criminal Justice Act 1993 Part 5）
  - インサイダー取引規制

業務原則:金融サービス市場法の下での規制システムにおける業者の基本的義務を一般的に表わしたもので、11原則から成る。

- ・原則8（利益相反）  
認可業者は、業者自身と顧客の間、および顧客間における利益相反を公正に管理しなければならない。

#### 業務行為規約（COB）

##### COB7 取引および管理

##### ( ) COB7.1 利益相反および重大な利害

COB7.1.3R（利益相反に対する顧客の公正な扱い）

COB7.1.4E（利益相反の管理）：次のいずれかの措置を採る

- a. 顧客に対する利害（および利益相反）の開示
- b. 独立政策（\*）

- c. 内部取決めの策定（チャイニーズ・ウォール（COB2.4.4R）など）
  - d. 顧客のために行動することを控える
- (\*)利益相反の防止策を講じていない場合に、顧客への助言、裁量執行において利益相反があっても顧客の利益を優先する政策

( ) COB7.3 ディーリング・アヘッド（Dealing ahead：フロント・ランニング）の管理

( ) COB7.13（業者従業員の）個人勘定取引の管理

## (2) 新しい規制案

### 経緯

- ・02年7月：ディスカッション・ペーパー（DP）15（*Investment research: Conflicts & other issue*）を発行し、アナリスト問題に対するレビューを行なうとともに今後の対応についてパブリック・コメントを募集
- ・03年2月：DP15に対して寄せられたコメントを踏まえ、コンサルテーション・ペーパー（CP）171（*Conflicts of Interest: Investment Research and Issues of Securities*）を発行し、アナリスト問題に対する行為規約の整備に着手。具体的には現行の業務行為規約（COB）の一部を修正したほか、COB7.16（投資調査）という節を新設（\*）

(\*) COB5.9（企業金融 注：投資銀行 業務上の諸問題）という節も新設しているが、そこでは主に公開株式をはじめとした証券の新規発行に伴う発行証券の割当管理などについて規定している。

### 内容（図表3）

- ( ) アナリストに関する業者内部および外部からの干渉の排除（COB7.16：投資調査）
  - ・投資銀行部門、営業・トレーディング部門（以下、他部署）はレポートの内容、その公表のタイミングなどに干渉してはならない。また、他部署の営業活動にアナリストを参加させてはならない。
  - ・アナリストの報酬について他部署が干渉してはならない（ただし、その報酬を業者全体の利益に連動させることはできる）。
  - ・事実確認の場合を除き、レポートの発行以前に調査対象企業がその内容に影響を及ぼすような行為（検閲など）を認めてはならない。
- ( ) 情報開示（COB7.16：投資調査）
  - ・レポートに示している推奨・レーティング（以下、推奨等）の定義、株価チャートと推奨等との対比、証券に関する推奨等の分布など。
  - ・アナリストまたは業者と企業との取引関係および利害関係（当該企業の証券保有など）。
- ( ) 沈黙期間（Quiet Period）の設定（COB7.16：投資調査）
  - ・IPOの幹事、共同幹事または引受シンジケート団のメンバーとなる場合にはリサーチの

発行およびアナリストの公共の場への出演を禁じる沈黙期間を設定する。なお、その期間は定められていないが、FSA は目論見書発行日に始まり、当該証券の取引開始後 30 日間は望ましいとしている。

- ( ) アナリストの個人的な証券取引の禁止 (COB7.13: 個人勘定取引の管理 < 修正 > )
- ・アナリストが担当する企業および業界に属する企業の証券を個人的に取引することを禁じる。

#### アメリカの規制との主な相違点

- ( ) 沈黙期間

アメリカでは、IPO のみならず公開後の増資についても沈黙期間を設けているが、イギリスでそれを設けるのは IPO のときのみである。

#### [ 理由 ]

- ・既に調査対象としている発行企業について、増資時にレポートの発行を休止する、または当該企業に関する顧客からの問い合わせに回答できないとすることは実情にそぐわない。

- ( ) アナリストによる宣誓

アメリカでは、SEC が定めたレギュレーション AC - アナリスト・サーティフィケーション (03 年 4 月 14 日より施行) により、アナリストはレポートならびに公共の場への出演において意見の中立性を宣誓したものを付さなければならない。イギリスでは、レポートがアナリストの個人的見解であることを記すようガイダンスに盛り込んでいるが、それを宣誓するよう義務付けてはいない。

#### [ 理由 ]

- ・レポートの見解に対する責任の所在をあいまいにする。

- ( ) 独立系リサーチの提供

アメリカでは、5 年間に亘って独立系調査会社のレポートを個人投資家に無料提供することを義務付ける提案がなされているが、イギリスの規制案にはそのような義務付けはない。

#### [ 理由 ]

- ・独立系調査レポートの質が不明。
- ・証券会社がコストを払うため、レポートの中立性が担保されない可能性がある。

#### 問題点

- ・ ( ) 情報開示、( ) 沈黙期間の設定 業者に拘束力のある「規則」
- ・ ( ) アナリストに関する業者内部および外部からの干渉の排除、( ) アナリストの個人的な証券取引の禁止 業者に拘束力のない「ガイダンス」  
規制の強制力がアメリカに比べて弱い。

[ FSA の見解 ]

- ・株式の保有構造上、個人投資家の保有割合がイギリスではアメリカより低いため、アナリストによる推奨判断の影響が小さい。
- ・個別業者ベースで既にアナリスト問題に対する対策が講じられている（この背景には、過度の規制は市場の効率性を阻害するという「リスクを前提とした規制アプローチ（risk-based approach）」の考え方があると思われる）。

#### 4. FSA の見解の妥当性 - 株式保有構造の英米比較

- ・アメリカにおける保有割合（1998 年末）（図表 4）

家計（直接保有）：41.1% ←→ 機関投資家：49.5%（\*）

（\*）機関投資家 = 全体から家計の直接保有、公的部門、海外部門、その他非家計部門による保有を除いたもの

- ・イギリスにおける保有割合（2001 年末）（図表 5）

個人：14.8% ←→ 機関投資家：40.1%（\*）

（\*）機関投資家 = 保険会社、年金基金、ユニット・トラスト、インベストメント・トラストの合計

イギリスの個人投資家の保有割合はアメリカのそれに比べて低い

90 年以降のイギリスの特徴（1990 年末 2001 年末）

- ・個人の保有割合：20.3% 14.8% ←→ 海外部門の保有割合：11.8% 31.9%
- ・海外部門を除いた国内ベースでの個人の保有割合：23.1% 21.7%
- ・個人の保有額の変化：905 億ポンド 2,299 億ポンド（年平均 10.9% 増）

国内ベースでの保有割合、保有額の伸びいずれで見ても個人投資家の重要性が低いとはいえない

#### 5. イギリスのアナリスト行動

- ・アナリスト問題：発行企業との関係を良好に保つことを目的に形成された利益予想および推奨判断に対する過度の楽観的バイアス

##### (1) 楽観的バイアスの要因

###### 心理的バイアス

- ・アナリストが予想を形成する過程で、短期的な要素（直近の情報）に比重をかけ過ぎるために発生する、偶発的なバイアス。
- ・アナリストが自己の評価を高めるなどの理由で、楽観的な予想を形成できる企業のみを選択することによるバイアス（選択バイアス）。（\*）

（\*）「予想」に対するバイアスというより「企業選択」に対するバイアスとも考えられる。

###### 戦略的バイアス アナリスト問題の要因

- ・企業との関係を良好に保つことを目的に意図的に形成されたバイアス。

- ・業務構造が複雑などの理由で企業の利益予想が難しい場合、企業経営者と親しくなってより多くの情報を得ることを目的に、意図的に形成されたバイアス。

(2) アナリスト行動

アナリストの情報源のランキング (図表 6)

	Arnold & Moizer [1984]	Pike et al. [1993]	Barker [1998]
企業へのインタビュー	3	1	1
アナリスト・ミーティング		2	2
業績報告		4	3
年次会計報告書	1	3	4
業界(団体)へのインタビュー			5
暫定(中間)会計報告書	2		6
インハウス・エコノミスト			7
業界情報サービス	4=	5	8
インハウス・ストラテジスト			9
顧客			10
販売員			11
株主年次総会		7	12
市場ニュース			13
インハウス・テクニカル・アナリスト			14
カンパニーズ・ハウス (Companies house)	7		15
新聞	4=		16
他のブローカーのレポート	4=	6	17

注) カンパニーズ・ハウスとは、企業に関する情報を登録、管理、提供する行政機関。

- ・時代にかかわらず企業へのインタビューがアナリストにとって最も重要な情報源  
企業との関係を非常に重視

予想に係るバイアス (図表 7)

	サンプル期間	バイアス	時価総額の前年比変化率
B & M [1984]	1970-74 年	悲観的	平均: -14.3%
Patz [1989]	1980-81 年	楽観的	平均: 21.6% (80 年: 28.1%、81 年: 15.5%)
O & W [1991]	1987-88 年	悲観的	平均: 10.9% (87 年: 13.1%、88 年: 8.7%)
Capstaff et al. [1995]	1987-91 年	楽観的	平均: 10.0%

注) B & M=Bhaskar and Morris、O & W=O'Hanlon and Whiddett.

- ・企業との関係が重要視されていたにもかかわらず、常に楽観的バイアスがかかっていたわけではなく、市場環境によっては予想に対して悲観的バイアス

基本的にアナリストの予想には市場環境に影響された心理的バイアスがあり、市場環境が良好な時期にはこの心理的バイアスに戦略的バイアスが加わり楽観的バイアスが増幅される。

#### 規制に対するインプリケーション

規制によって意図的な戦略的バイアスは抑えることはできても、心理的バイアスは抑えることはできない。

市場の信頼を確保するために戦略的バイアスはできる限り規制によって排除しなければならない。

### 6. まとめ 政策的インプリケーション

・アナリスト判断のバイアスは「規制によって市場から排除することができない固有のリスクである」と認識した上で、市場の信頼を維持するためにはどうすればよいか。

#### **業者に対する規制を強化しただけでは、根本的な解決にはならない**

業者：企業との取引を維持・拡大するインセンティブ 公開企業からの利益相反圧力

・チャイニーズ・ウォールの強化と利益相反の徹底的な開示

・イギリス（FSA）の規制案において、レポートにおける情報開示のみならず、アナリストの管理・監督体制や報酬体系などの規定も拘束力のある「規則」として定めるべき。

・日本の「アナリスト・レポートの取扱い等について」（日本証券業協会、理事会決議）において、特に第6号（利益相反について表示等）と第9号（組織体制および報酬体系の整備）に関する細目を整備する必要がある。（図表8）

公開企業：高株価維持のインセンティブ 業者（アナリスト）に対する利益相反圧力

・企業にとって有利、不利を問わず重要な（特に業績に関わる）情報を「正確に」開示させる制度の整備

・業者に対する「悪質な」圧力を排除するための、法律上または行政上の措置

投資家（消費者）

・アナリストの判断には常にバイアスがかかっていることを理解させるための、投資情報の取り扱いに関する教育

## 「アナリスト問題について—イギリスの対応を中心に」 ＜資料＞

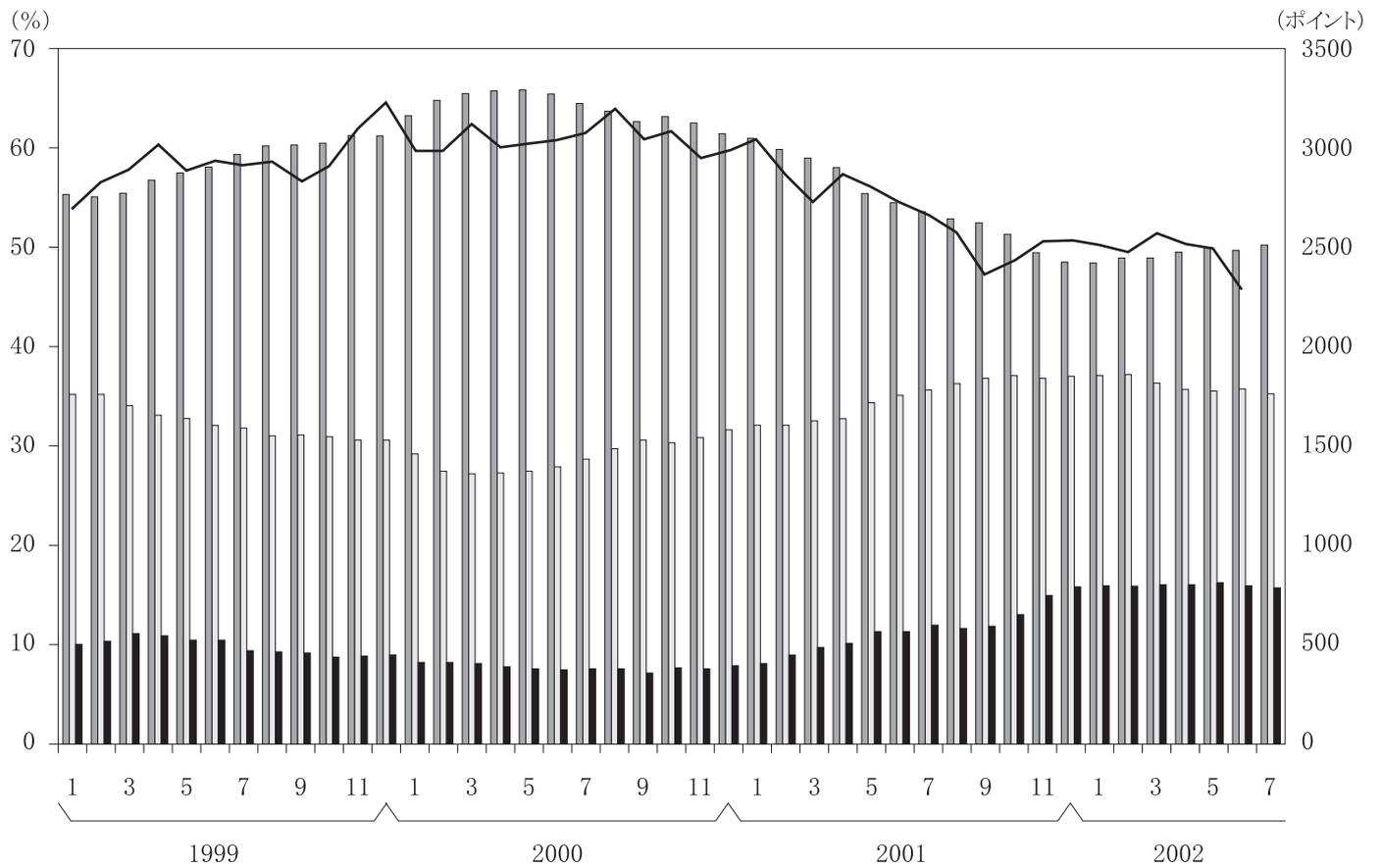
図表1 アナリストの中立性をめぐるアメリカの動向

2000.10.23	レギュレーションFD施行。
2001. 6.12	全米証券業者協会(SIA)、「調査のベスト・プラクティス(“Best Practice for Research”)」を公表。
6.14	連邦議会下院の金融サービス委員会、アナリストの中立性に関する公聴会(“Analyzing the Analysts: Are Investors Getting Unbiased Research from Wall Street”)を開催。
6.27	金融サービス委員会、SIAのガイダンスを審議するレビュー委員会を設置。
6.28	証券取引委員会(SEC)、「アナリスト推奨の分析(“Analyzing Analyst Recommendations”)」を公表。
7. 2	全米証券業協会(NASD)、情報開示規則の改正案を公表。
7.31	下院の金融サービス委員会、公聴会(“Analyzing the Analysts II: Additional Perspectives”)を開催。
12. 2	エンロン、破産申請—負債総額160億ドル。
2002. 2. 7	NASDとニューヨーク証券取引所(NYSE)、証券アナリストの利益相反を防止する規則案を公表。
4. 8	ニューヨーク州司法当局、メリルリンチと同社のアナリストの召喚状およびアナリスト・レポートの発行に関する差止命令をニューヨーク州最高裁判所に申し立て、認められる。
4.18	メリルリンチ、アナリスト・レポートにおける情報開示を強化することでニューヨーク州司法当局と合意したことを公表。
4.25	SECが、NYSE、NASD、ニューヨーク州司法長官、北米証券監督者協会(NASAA)、各州の規制当局と合同でアナリストの中立性について正式捜査を開始したと発表。
5.10	SEC、NASDとNYSEの新規則を承認。
5.21	ニューヨーク州司法当局とメリルリンチ、和解成立を発表。
7. 1	ニューヨーク州会計監査長官、ノースカロライナ州とカリフォルニア州の財務長官、ニューヨーク州司法長官が公務員年金基金と取引する金融機関に利益相反防止策を要請。
7. 9	NASDとNYSEの新規則が施行。
7.17	米国アナリスト協会(AIMR)、「リサーチの客観性基準」案を発表。
7.21	ワールド・コム、破産申請—負債総額410億ドル。
7.30	企業改革法(サーベンス・オクスリー法)成立。
8. 2	SEC、レギュレーションAC—アナリスト・サーティフィケーション案を発表(03年4月14日より施行)。
10. 9	NYSE、企業改革法第501条に対応した規則修正案を発表。
10.21	マサチューセッツ州の証券監督局、CSFBに調査部門を投資銀行部門から分離するよう行政命令を勧告。
10.25	NASD、企業改革法第501条に対応した新規則案ならびに規則修正案を発表。
10.30	米シティグループ、投資銀行ソロモン・スミス・バーニーから調査部門を分離することを発表。
12.4	NYSE、10月に発表した規則修正案をNASDの規則修正と整合するよう再修正。
12.18	NASD、10月に発表した新規則案を再修正。
12.20	SEC、ニューヨーク州司法当局、NYSE、NASDの規制当局と大手証券会社10社との間でアナリスト問題に関して和解が成立(03年4月28日に和解および和解条件が最終的に決定)。

(注)03年4月に当局と和解が決定した大手証券10社とは、ソロモン・スミス・バーニー、CSFB、メリルリンチ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、ベア・スターンズ、パイパー・ジャフリー、JPモルガン・チェース、リーマン・ブラザーズ、UBSウオーバークであり、和解金総額は13億8,750万ドルである。なお、02年12月の和解成立の時点では、大手10社にパイパー・ジャフリーではなく、ドイツ銀行が含まれており、また和解金も14億3,500万ドルであった。

(出所)淵田康之・大崎貞和編『検証アメリカの資本市場改革』、日本経済新聞社、2002年、84頁の表に加筆。

図表2 イギリスの上場企業に対するアナリスト判断の分布とFTSE株価指数



(注) 棒グラフはアナリスト判断の分布 (左から順に買, 保留, 売) で左目盛, 折線グラフはFTSE株価指数 (ALL Share) で右目盛

〔出所〕 FSA, *Investment research : conflicts & other issues*, 2002, P12

図表3 FSAによる投資調査に対する規制案

COB 7.16：投資調査

1. 適用 (7.16.1R)

2. 目的 (7.16.2R)

3. 投資調査における利益相反 (7.16.3G - 7.16.5G)

業者は、投資アナリストが客観的な投資調査を顧客に提供することができるよう確固たる内部規定を適切に定め、上級管理者の責任の下で機能させなければならない。

4. アナリストの監督と管理 (7.16.6G)

投資アナリストは、業者の企業金融部門もしくは営業・トレーディング部門の者による監督または支配に服してはならない。

5. 他(部門)の活動に対するアナリストの参加 (7.16.7G)

企業金融部門および営業・トレーディング部門が、その業務を遂行する上でアナリストの知識、経験、情報を活用することはできるが、営業活動(企業金融業務を獲得するための勧誘行為など)にアナリストを参加させてはならない。

6. 報酬体系 (7.16.8G)

投資アナリストの報酬を業者の総収益をベースにして決定することはできるが、その決定に企業金融部門、営業・トレーディング部門が関与してはならない。

7. 有利な投資調査を提供する誘因 (7.16.9G)

証券発行に関連した企業(以下、発行企業と略す)との取引継続または発行企業からの利益誘導のために、業者、投資アナリストもしくは他の従業員が有利な投資調査を提供する誘引を与えるまたは受けることのないよう、業者は適切な措置を講じなければならない。

8. 証券発行企業への投資調査の提出 (7.16.10G、7.16.11G)

事実確認の場合を除き、投資調査の発行以前に、その内容に対して発行企業が影響を及ぼす(検閲する)ことを業者は認めてはならない。

9. 投資調査に表示すべき事項 (7.16.12R)

(a) 調査提供の主たる対象顧客、(b) 事実と意見・推測の区別、データの出所、(c) 発行日、(d) レーティングまたは推奨(以下、推奨等と略す)を有効とする期限、(e) 使用している推奨等の明確な説明(定義)、

(f) ある投資物件に対して1年以上に亘って推奨等を付している場合には、推奨等を付している期間または3年間(いずれか短い期間)における当該投資物件の成果を示す折れ線グラフ(同時に、各推奨等を付した日付または変更した日付を示し、かつ当該日に付した推奨等または変更した推奨等を表示しなければならない)、

(g) 以下に掲げる投資物件に対する推奨等の分布(%表示)

( )すべての関連投資物件、

- ( )セクターごとの関連投資物件、
- ( )企業金融業務上の取引が過去 12 ヶ月間に行なわれた企業に関連した投資物件、
- (h) 投資調査に記された見解が確かに投資アナリスト個人のものであること。

#### 10 投資調査および公共の場への出演における相反の開示(発行時または出演時)( 7.16.13R )

- (a) 投資アナリストまたはその関係者が関連投資物件または発行企業に対して有する金融上の利害、
- (b) 業者またはその関係者(以下、業者等と略す)による発行企業の発行済み株式数の1%以上を保有しているか否か、
- (c) 業者等が関連投資物件または発行企業に対して有するその他の重大な金融上の利害、
- (d) 以下に掲げるような業者等と発行企業との重要な関係
  - ( )発行企業とブローカー取引があるか否か、
  - ( )発行企業が業者等の大株主か否か、
  - ( )企業金融業務上の取引が過去 12 ヶ月間に行なわれたか否か、また今後 6 ヶ月以内に行なわれる見込みがあるか否か、
- (e) 業者が当該関連投資物件のマーケット・メーカーか否か、
- (f) 関連投資物件または発行企業との関連で業者または投資アナリストが有するその他の重大な利害で、利益相反を惹起すると合理的に考えられる事項。

#### 11 投資物件の募集に係る沈黙期間( 7.16.14R )

証券もしくはその派生商品の IPO において幹事もしくは共同幹事となる場合、またはそのような募集に関して引受シンジケートのメンバーとなる場合には、当該投資物件に関連する投資調査の発行および投資アナリストによる公共の場への出演を禁じる沈黙期間を設けなければならない。

#### 12 カバレッジの中止の顧客への通知( 7.16.15G )

ある投資物件または企業を投資調査の対象から除いた場合には、投資調査での明示または他の方法により顧客に通知するよう合理的な措置を講じなければならない。

#### 13 内部利用に供する投資調査( 7.16.16G )

投資調査を公表せずに、業者内部だけで利用(資産管理のためなど)する場合には、以上に掲げた利益相反が惹起されるとは FSA は考えていない。

注1)見出しに付したカッコ内の記号( 7.16.1R など )は FSA が定める業務行為規約( Conduct of Business: COB )中の規定番号を表わす。なお、R は規則(業者に対して拘束力あり)、G はガイダンス(拘束力なし)を示す。

2) 項目の説明にある( )内は筆者注。

3) 投資アナリストと投資調査の定義は本論を参照されたい。

出所) FSA [2003]、Annex7 ( pp. 7 - 13 )より作成。

図表4 イギリスの株式保有構造

(%、億ポンド)

年 末	1963	1969	1981	1990	1994	2000	2001
個 人	54.0	47.4	28.2	20.3	20.3	16.0	14.8
銀 行	1.3	1.7	0.3	0.7	0.4	1.4	1.3
保険会社	10.0	12.2	20.5	20.4	21.9	21.0	20.0
年金基金	6.4	9.0	26.7	21.7	27.8	17.7	16.1
ユニット・トラスト	1.3	2.9	3.6	6.1	6.8	1.7	1.8
インベストメント・トラスト	11.3	10.1	6.8	1.6	2.0	2.1	2.2
その他金融機関	—	—	—	0.7	1.3	4.6	9.9
民間非金融法人	5.1	5.4	5.1	2.8	1.1	1.5	1.0
慈善事業団体等	2.1	2.1	2.2	1.9	1.3	1.4	1.0
公的部門	1.5	2.6	3.0	2.0	0.8	0.0	0.0
海 外	7.0	6.6	3.6	11.8	16.3	32.4	31.9
合 計 額	n.a	n.a	n.a	4,449	7,619	18,107	15,540

(出所) Office for National Statistics, *Share Ownership A Report on Ownership of Shares as at 31 December 2001* から作成。

図表5 アメリカの株式保有構造

(%、億ドル)

年 末	1950	1960	1970	1980	1990	1998
家 計	93.5	90.1	84.5	73.1	72.0	68.6
直接保有	90.2	85.6	68.0	58.6	51.0	41.1
間接保有	3.3	4.5	16.4	14.6	21.0	27.5
銀行信託	0.0	0.0	10.9	9.3	6.0	3.8
生命保険会社	1.3	1.0	1.5	2.6	1.9	3.5
私的年金基金	0.0	0.0	0.0	0.6	8.0	8.9
ミューチャル・ファンド	2.0	3.5	4.1	2.1	5.1	11.3
確定給付年金プラン	0.8	3.9	8.0	14.9	8.8	5.6
ミューチャル・ファンド(非家計)	0.0	0.0	0.6	0.7	1.5	5.0
公的部門(退職プランを含む)	0.0	0.1	1.2	3.0	7.6	11.4
海 外	2.0	2.2	3.2	5.0	6.9	7.2
その他非家計部門	3.7	3.6	2.5	3.2	3.2	2.2
合 計 額	1,427	4,203	8,414	14,949	35,426	154,134

(出所) NYSE, *Shareownership* から作成。

図表6 アナリストの情報源

	Arnold & Moizer [1984]	Pike et al. [1993]	Barker [1998]
企業へのインタビュー	3	1	1
アナリスト・ミーティング		2	2
業績報告		4	3
年次会計報告書	1	3	4
業界(団体)へのインタビュー			5
暫定(中間)会計報告書	2		6
インハウス・エコノミスト			7
業界情報サービス	4=	5	8
インハウス・ストラテジスト			9
顧客			10
販売員			11
株主年次総会		7	12
市場ニュース			13
インハウス・テクニカル・アナリスト			14
カンパニーズ・ハウス	7		15
新聞	4=		16
他のブローカーのレポート	4=	6	17

注)カンパニーズ・ハウス(Companies house)とは、企業に関する情報を登録、管理、提供する行政機関である。  
出所)Barker [1998]、p.11から作成。

図表7 アナリスト予想のバイアスと市場の状況

	サンプル期間	バイアス	時価総額の前年比変化率
B & M [1984]	1970-74年	悲観的	平均:-14.3%
Patz [1989]	1980-81年	楽観的	平均:21.6%(80年:28.1%、81年:15.5%)
O & W [1991]	1987-88年	悲観的	平均:10.9%(87年:13.1%、88年:8.7%)
Capstaff et al. [1995]	1987-91年	楽観的	平均:10.0%

注1)B & M =Bhaskar and Morris、O & W=O'Hanlon and Whiddett.

2)B & M [1984]の時価総額前年比(平均)は、統計上の不連続のため70年3月末を69年末とみなして計算した。

図表 8 日本証券業協会「アナリスト・レポートの取扱い等について」（理事会決議）の一部改正（平成 15 年 4 月 1 日施行）の骨子

## 1. 社内審査

審査担当者が社内審査を行う際の審査項目として、レーティングの定義ならびに目標株価の根拠及び達成の予想期間が明確に表示されていることを追加する。（第 4 号（3）関係）

## 2. アナリスト・レポートの保管

公表したアナリスト・レポート及び当該アナリスト・レポートに係る社内審査の記録を 3 年間保管することとする。（第 5 号関係）

## 3. 利益相反について表示等

会員及びアナリストが対象会社と重大な利益相反の関係にある場合には、その内容をアナリスト・レポートに表示することとする。（第 6 号（1）関係）

株式等の募集又は売出しに関し主幹事会社となった会社のアナリスト・レポートを有価証券届出書等の提出日から 1 年以内に発表する場合には、当該アナリスト・レポートにおいて主幹事会社となった旨を表示することとする。（第 6 号（2）関係）

証券取引所への上場又は本協会（注：日本証券業協会）への登録に伴い主幹事会社となった会社のアナリスト・レポートを、有価証券届出書等の提出日以後、上場日又は登録日から 10 営業日以内に発表する場合には、当該アナリスト・レポートにレーティング及び目標株価を表示してはならないこととする。（第 6 号（3）関係）

## 4. 組織体制及び報酬体系の整備

アナリストの意見の独立性を確保する観点から、適切な組織体制及び報酬体系を整備しなければならないこととする。（第 9 号（1）関係）

## 5. 顧客への約束等への禁止

引受部門等の役職員は、顧客又は見込み顧客に対し、当該顧客に係るアナリスト・レポートの作成を約束し又は申し出てはならないこととする。（第 10 号関係）

## 6. 対象会社に対する事前通知の禁止

発表前のアナリスト・レポートを当該アナリスト・レポートの対象会社に通知してはならないこととする。（第 11 号関係）

## 7. その他

その他、所要の改正を行なう。