

証券アナリスト規制と 強制情報開示・不公正取引規制

財団法人 日本証券経済研究所
証券取引法研究会

ま え が き

今回の「証券取引法研究会研究記録」では、5月31日開催の研究会における、戸田 暁委員（京都大学助教授）による「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」というテーマでのご報告とそれについての討論の議事録をお届けする。

アナリスト・レポートの公正性、信頼性は、投資者が安心して市場に参加するために極めて重要な要素である。近年、米国でアナリスト・レポートの信頼性をめぐり、種々事件が発生し、これに対応するため各種の規制の導入も行われた。わが国でも日本証券業協会の自主ルールの改定等が行われこうした情勢に対応してきたところである。

戸田先生のご報告は、証券アナリストの役割、利害関係者の多様性等の分析、アナリスト・レポートに関する規制の動きの検証等をしていただいたものであり、わが国におけるアナリストの中立性確保規則、選択的開示規制のあり方にも触れていただいた。いつものように、ご参加いただいた研究者や実務家等の委員やオブザーバーの方々から活発な討論が行われた。

貴重なご報告をいただき、議事録の整理にもご協力いただいた戸田先生に厚くお礼申し上げ、また、研究会にご出席いただき熱心にご討議いただいた森本共同会長をはじめ委員の先生方に心からお礼を申し上げたい。

2006年7月

財団法人 日本証券経済研究所

理事長 高 橋 厚 男

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |
| 第13号「敵対的買収に関する法規制」
報告者 中東正文名古屋大学教授 | 2006年5月 |

証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制

(平成 18 年 5 月 31 日開催)

報告者 戸 田 暁

(京都大学助教授)

目 次

報告の目的	1
証券アナリストの意義	2
アナリスト情報の社会的有用性について	2
証券アナリストの役割	5
利害関係者の多様性	6
リサーチ・コスト（ないしアナリスト報酬）のあり方	6
情報の移動のあり方	8
利益相反問題—とくに株価レーティングをめぐって	10
選択的開示の問題	15
情報開示制度等との関係における証券アナリストの位置づけ	21
我が国におけるアナリストの中立性確保規制、選択的開示規制の あり方	25
討 議	26
報告者レジュメ	56
配付資料	63

証券取引法研究会出席者(平成 18 年 5 月 31 日)

報告者	戸田 暁	京都大学助教授
共同会長	江頭 憲治郎	東京大学教授
〃	森本 滋	京都大学教授
幹事	前田 雅弘	京都大学教授
委員	黒沼 悦郎	早稲田大学教授
〃	神作 裕之	東京大学教授
〃	川口 恭弘	同志社大学教授
〃	中東 正文	名古屋大学教授
〃	青木 浩子	千葉大学教授
〃	山田 剛志	新潟大学助教授
〃	太田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士
オブザーバー	松尾 直彦	金融庁総務企画局投資サービス法（仮称） 法令準備室長
〃	永井 智亮	野村証券執行役
〃	桑原 政宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	神山 正文	日興コーディアル証券法務部長
〃	浅場 達也	みずほ証券法務室長
〃	坂下 晃	日本証券業協会常務執行役
〃	山内 公明	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	美濃口 真琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
〃	大島 眞	証券保管振替機構業務部次長
〃	若林 泰伸	國學院大学法学部講師
研究所	高橋 厚男	日本証券経済研究所理事長
〃	若林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小林 和子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	藤田 哲史	日本証券経済研究所事務局長

(敬称略)

証券アナリスト規制と強制情報開示・

不公正取引規制

森本共同会長 それでは、出席予定の方はほぼおそろいようですので、研究会を始させていただきます。

本日は戸田さんから「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」についてご報告いただきます。

それでは、戸田さん、お願いできますか。

戸田委員 はい。京都大学の戸田と申します。よろしくお願い申し上げます。

本日ご報告させていただく題目として、以前に「情報開示と不公正取引」とすることをお知らせしておりましたけれども、より具体的に証券アナリスト規制との関係という観点から情報開示制度等の検討をさせていただくことにいたします。そこで、証券アナリスト規制の内容の詳細についてあらためて具体的にご報告申し上げるというよりは、むしろ情報開示等を中心とする証券規制のなかでなぜアナリストをめぐる規制が必要とされるに至っているのかという関心から、米国の規制や学説を参考に、かなり考えの熟さないことも含めてご報告申し上げたいと存じます。その意味で本日の重点がアナリスト規制自体か情報開示制度等なのか、相当どちらつかずになりましてご迷惑をおかけするかもしれませんが、ご指導のほどどうぞよろしくお願いいたします。〔付記：まず事前配布の参考資料についてご説明すべきところ、略してしまいました。後掲の「討議」冒頭を御参照ください。〕

報告の目的

最初に、レジュメの1枚目の一番上〔報告メモ1頁「本稿の目的」〕にございますように、今回のご報告では、まず、アメリカの事情を参考として証券アナリストの規制の一部を取り扱いたいと存じます。ただ、事前にお配りした資料4でございますが、山田剛志先生のアメリカにおける証券アナリストへの法的規制という詳細なご論文がございますので、規制の経緯や中身そ

のものについて私の方で申し上げられるようなことはあまりございません。アナリスト規制のなかで本日とくにとりあげますのは、まず利益相反に関する規制、それから Regulation FD と呼ばれている選択的開示の規制、これらの2点でございます。

これらの規制と情報開示制度あるいは不公正取引規制はどういった関係にあるのか、あるいはそれらの制度と証券アナリストというものがそもそもどういった関係にあるのかということを整理させていただくのが、レジュメにあります第2点目でございます。

最後に、やはりあまり大したことは申し上げられませんけれども、我が国における証券アナリスト規制のあり方について、金融審議会のディスクロージャー・ワーキング・グループの報告等、既に最近のご提言がありますけれども、それとの絡みで何か今後検討すべきことがあるかどうかということについても、触れることにいたしたいと存じます。

証券アナリストの意義

まず、証券アナリストとして、今回どのようなものを検討対象として扱うのかということでございます〔報告メモ1頁「証券アナリストの意義」〕。まずは、上場企業の企業内容の調査・分析及び投資者に対する投資情報の提供を行う専門職ということで、証券リサーチ・アナリストとよばれるもの、その中でもセルサイドのアナリストとバイサイドのアナリストがありますがけれども、今回はセルサイド・アナリストを中心に扱わせていただくこととなります。

なお、債券アナリストについては、今回は特に検討対象とはいたしません。扱うのはエクイティについてのセルサイドのアナリストということになります。

アナリスト情報の社会的有用性について

まず、アナリストの生産する投資情報、レジュメでは「アナリスト情報」

と雑に記しておりますが、そのそもそもの社会的な有用性というか、どのような価値があるのかということについて、古くは効率的市場との関係で本当にアナリスト情報が有益がなものなのかというのが論じられたこともありますので、まず簡単にその点に触れさせていただきます〔報告メモ1頁「アナリスト情報の社会的有用性の評価」〕。

最初に一般的な話になりますが、ともかく投資にかかわる何らかの情報としての単なる消費といいますか享樂的な利用というものも、一応の価値をあらわすものであり、それも社会的有用性の1つであると思われます。したがってこの価値の存在がある以上、アナリスト情報の価値が全くゼロだということとはあり得ないと思われます。

このようなことを最初に取り上げるのはやや筋違いかもしれませんが、なぜプロフェッショナルの市場でのパフォーマンスですらあまりよろしくないのかということが論じられてきた関係で〔アメリカの〕文献などで若干こういった点にも言及されているということで、挙げさせていただきました。

もう1つの効用としては、これは会社法的なことになりますが、上場会社におけるエージェンシー・コストを軽減することも、アナリストの情報の価値として挙げられています。

以上の2点は、かならずしもアナリスト情報の本筋の有用性ではない面がありますが、本来はアナリスト情報の有用性を補足的に説明ないし強調する趣旨で指摘されてきたものであったと思われます。

そこで本筋の有用性の話題に参りまして、アナリスト情報が実際に利用者である投資者に収益機会を提供しているのかどうかということでございます。古くからこれについてのリサーチが行われてきましたが、3点ばかり整理いたしますと、まずアナリストが自分の予言を自己成就するという側面が仮にあるとしても、それだけではなくて、何か顧客に対して市場に反映されていない、未公開の情報といいますか、価値のある私的情報の提供が行われているはずであるという指摘が一応ございます。

他方で、2点目として、このようなアナリスト情報に基づく収益機会があ

るとしましても、その収益機会というのは、アナリスト側、つまりアナリスト本人あるいは顧客あるいはその所属機関、これはセルサイドもバイサイドも両方含めた意味でありますけれども、こうしたアナリスト側により自分で全部費消してしまうことは困難であって、残りが出てくるということがいえるかと思います。

これは、たとえばポートフォリオのバランスを維持するという要請もありますし、情報の流布自体によって価値が急減してしまうのを避けたいこともなどありますので、アナリスト側で全部の消費をすることは困難であろうということかと思われます。

そうであるがゆえに、最後の３点目ではありますが、特に個人投資家も含めた二次的な利用者にも収益機会を提供し得るということがあろうかと思われます。つまり、例えば實際上同じ内容の情報であっても、それが後で報道されることによって、またあらためて株価の変動を生むような事態になり得るということかと思われます。

ただ、この３点目については情報の流通速度などの関係で機会が減ってくる方向にあるなどの指摘もありますけれども、一応以上の３点が収益機会との関係でのアナリスト情報の有用性について指摘できるかと存じます。

この項のはじめに申し上げました単なる消費の面とエージェンシー・コスト軽減の面と、最後に申しました二次利用の面は、アナリストの情報生産において本来意図しているものというよりは、副次的、外部的に生じてきた効果であると、一応分類することができると思います。そういった面も含めて、アナリスト情報というのは社会的な有用性、価値があると考えることができると思います。

そうしますと、アナリストは世の中にたくさんおりまして、日本でも検定アナリスト会員が約２万人いるといわれますけれども、そのアナリストが、例えば重複的にリサーチをすることによって、ときには実質的に同じ情報が生産され、また複製されていく。

このように重複的にあちこちでたくさん情報がつくられていくことは、一

体社会的には無駄なのかどうかということになりますと、これはもちろん収益機会の提供という面が重要ではありますが、先に申し上げたようなそれ以外のいろんな効用もあり、現実には例えば同じ情報でも違った時点で市場に出されれば、また動きができる可能性もあります。それから、エージェンシー・コスト軽減の問題もありますし、単なる消費もありますから、過剰生産、過剰供給ということはあまり気にしなくてもいいのではないかということで、重複的なリサーチを深刻な問題とみる必要はあまりないように思われます。米国ではそうした指摘もあります。

他方でそうすると、結局、本来のアナリスト側で自分の情報をもとに儲ける機会というのは、先ほどのレジユメの2つ目の*のところ〔報告メモ1頁「アナリスト情報の社会的有用性の評価」6行目〕くらいしかありません。そうしますと、アナリスト情報がもたらす効用に比較しまして、生産側が自分で受益できる部分はかなり少ないともいえるところであります。それでリサーチのコストをどこから調達するのか、あるいはだれが埋め合わせるのかという問題が出てきます。

そうしますと、こんどは逆に過剰供給ではなくて、アナリストの生産する情報が過少になってしまう可能性がある、あるいは高いということで、それを防止する要請が出てくることになります。後で申し上げます利益相反の回避のために、いろいろアナリストの規制を変更、強化することによって、コストをどこから捻出してくるかということが、かなり深刻な問題になってくる可能性があることを、ここであわせて申し上げたいと思います〔報告メモ2頁「リサーチ・コスト（ないしアナリスト報酬）のあり方」参照〕。

証券アナリストの役割

以上をふまえて、具体的に証券アナリストの役割をみますと、情報の入手、生産、配布としては、まず業績予想を作成し、それによって目標株価を設定し、株価レーティングを作成し、またそれらを盛り込んだ詳細なレポートの作成、発行を行うことによって、投資者の投資判断への活用に資す

るようにする。あるいは、さらに情報の消費に供されるようにすること、さらにはそれとともに、上場会社のモニタリングも〔自覚的な〕役割として入ってくることも考えられます。

証券規制の立場からこれらの役割をどこまで射程として考えるか、あるいはどこに相対的に重点をおくかによって、規制のありかたが変わる余地があるように思われます。例えば、上場会社のモニタリングを重く考えることによって、むしろ証券アナリストに対する規制が強化される方向に働く可能性があると思われます。

利害関係者の多様性

レジュメの2ページでございます。証券アナリストの活動がどういった利害関係者に影響を及ぼすのかをみますと、これはかなり多様であります。まず、発行会社等と取引所、発行会社の経営者があり、また、みずからの所属する証券会社、その中のブローカレッジ部門ないし、引受、投資銀行部門があります。さらには〔セルサイド・アナリストと〕バイサイドとの相互作用もありますので、機関投資家、そのファンド・マネジャーやバイサイドのアナリストとの関係が問題になります。さらに派生的な面がありますが、個人投資家との関係もあるということで、アナリストをめぐる利害状況というのはかなり複雑なものであります。手に負えないぐらいの広範囲の利益相反の問題が生じる可能性があるように思われます。

リサーチ・コスト（ないしアナリスト報酬）のあり方

以上を前提としまして、まず、先ほど〔報告メモ1頁「アナリスト情報の社会的有用性の評価」末尾参照〕述べましたリサーチ・コストをどういったところから出してくるかという問題を整理いたしたいと思います。まずは従来の方式としましては、顧客の委託売買手数料に包摂する形でリサーチ・コストが負担され、あるいはアナリストの報酬が間接的に一部調達されていた。これは、ソフトダラー方式と呼ばれるものでございます。

また最近では、それといわゆるハードダラー方式との中間的なものであるようですが、ブローカー・ポイント方式というのが採られてきたということが文献でいわれております。これは、パフォーマンスのよいアナリストのいるところへより多く発注することによって、その機関に対する委託売買手数料の支払いを増加させるというもので、それによってアナリストの報酬面にも反映されるようにするといった仕組みのようです。要するに、バイサイドの評価によって良質のアナリストのいるブローカーにより多くの手数料を払う仕組みのようであります。これもソフトダラー方式とよぶべきものかどうか議論があるようですが、いろいろわからないこともございますので立ち入りません。〔付記：手数料への関心からアナリスト情報の生産に歪みが生じる可能性も問題とされています。後述の「代替的方策」の要請は投資銀行部門との関係のみでなくこの問題にもかかわります。〕

他方で、特にアメリカで問題とされてきたのは、アナリスト報酬と投資銀行部門の業績との連動性であります。これには、連動によって利益相反が生じるといった問題があり、後には当該業績との直接的な連動性を排除する方向に規制が進展することになります〔なお、報告メモ4頁の「利益相反への対応としての情報開示義務」「構造的規制措置」参照〕。

そして、これら2つの方式〔つまりソフトダラーないしこれに準じる方式および投資銀行部門との連動方式〕がとれない、適当でないとされる場合にはどうなるかといいますと、代替的方策としましては、まず第1に、顧客のハードダラー方式による負担ということで、リサーチそのものの報酬を顧客が支払いをすることが考えられます。例えば、企業年金連合会の基本方針では、原則としてハードダラー方式で支払いをする旨が示されています。

つぎに、例えば、すべての受益者、つまりアナリストの生産する情報によっていろんな主体、投資家等が便益を得るわけですが、それらが受益に応じてリサーチ・コストを負担することができるのかというのも問題になりますが、これはほぼ困難であろうと思います。

そうしますと、第三に、例えば取引所に発行会社が支払う上場料等を財源

としてアナリストのコストを負担することはできないかを考える余地がありまして、これも実際アメリカ等で提案されたことがございます。

それから、第四に、むしろ発行会社が直接にアナリストのコストを負担し支払いをする、その結果として自社の銘柄のカバレッジを発行会社が購入することになると思いますが、そういった負担の方式もあるようです。これも、実際にアメリカでは、例えば National Research Exchange とか Independent Research Network みたいな独立系のリサーチ・ブローカーといわれるものが登場しております。それらは、発行会社が適当なアナリストとのマッチングを求めて、その業者〔リサーチ・ブローカー〕にアプローチする。それによって業者の方で、ブラインドの方式でアナリストを割り当てて、その者にカバレッジをさせるという業態がのようであります。

これら〔とくに取引所や発行会社が負担するという方式〕が本当によいことなのかどうかという問題もまた別途あるわけですが、一応以上のようないった代替的方策が存在はしているということになります。

情報の移動のあり方

さらに、本題に入ります前にもう1つ基礎的なこととしましては、アナリストと他の主体との間で情報がどう移動するのかということを考える必要があります。

まず、発行会社の経営者とアナリストの間では相互間で情報の行き来がある。例えば、もちろん一般的なIRもそうですが、さらに経営者からアナリストへの選択的な開示が問題となります〔なお、報告メモ4～5頁「選択的開示の問題」参照〕。他方で〔情報の流れは一方向ではなく〕アナリストから経営者の方へ、その見返りとして、例えばライバル企業の情報等を提供するといったことが行われているようだとする文献もあります。

つぎに、投資銀行部門とアナリストの関係による相互間の情報の移動があります。アナリスト報酬のあり方について申し上げましたように、投資銀行部門のために働くという状況のもとでは、この情報の移動のゆえにアナリス

ト情報にバイアスがかかるという問題もございます。逆に、部門間の情報移動のよい面としましては、投資銀行部門の意思決定にアナリストの正確な情報が反映されることによって、より効率的な業務が行われる面もあります。あるいは、投資銀行部門にあるようなM&A情報等がアナリスト側に伝わることによって、逆に調査の質の向上があるかもしれない。環境によってはそういったポジティブな効果があるかもしれません。

3点目ではありますが、ブローカレッジ部門とアナリストの関係による相互間の情報の移動があります。投資銀行部門の場合と同様に情報移動ゆえのバイアスの問題がありますし、営業についての意思決定への適切な情報利用が行われれば、もちろん情報移動がよい方向に働く可能性もあります。

それから、機関投資家とアナリストの間の情報移動についてみますと、まずセルサイドのアナリストは〔その生産し提供する情報の品質等により〕バイサイド・アナリスト等による評価の対象とされるという側面があります。例えば、先ほどのブローカー・ポイント方式などでは、アナリストの業績といますかパフォーマンスが評価されることになり、積極的に自分の提示する株価レーティング等を客観的で正確なものにすることによって評判を高めようとするといった意義もあります。あるいはまた、機関投資家とセルサイド・アナリストの間で相互に情報交換をして、カバレッジ対象銘柄のより正しい評価をしようようになる。そういった意味で、相互の情報の行き来があるとよい面もあります。

他方これは悪い面ではありますが、機関投資家とアナリストとで同調した行動をしてしまうことで、悪い結果として個人投資家の行動が影響をうけてしまう、そういった状況も情報移動の負の側面として出てきます。

それから最後に、アナリストと個人投資家の間では、先ほど申しました二次的な利用の面と〔報告メモ1頁「アナリスト情報の社会的有用性の評価」参照〕、アメリカで特に問題にされたことですが、メディアでの著名人としての〔アナリストの〕発言があります。ここでは、ほぼ一方的にアナリストから個人投資家に情報が流れることになります。

利益相反問題—とくに株価レーティングをめぐる

これら〔報告メモ1～2頁〕を前提として、特にアメリカにおいて問題とされてきた利益相反の問題。具体的には投資銀行部門等とアナリストの活動が連動することによって、アナリストの生産する情報にバイアスがかかること、とりわけ株価レーティングが不適切なものになるという問題をめぐって、アメリカでどのようなことがいわれているかということについて検討させていただきます。

まず、特に90年代のアメリカにおいてどういった株価レーティングの実態があったのかといいますと〔報告メモ3頁「アナリストによる株価レーティングの実態（90年代の米国）」参照〕、常にバイアスが存在する状態であり、過度に楽観的なレーティングが行われていたということが指摘されています。

具体的には、ほとんどが買い、または強気の買いという推奨を行っていて、売りあるいは強い売り推奨は1%未満であるというデータもあります。より悪いケースとしましては、アナリストの個人的な銘柄の評価と公表するレーティングとが乖離しているという事態まであったとされました。これは、具体的にはメリルリンチ事件でそういった指摘がされ、あるいはアナリスト自身も事実を認めたといわれていたと記憶しますが、大別してこういった2点の問題があるようです。

ただ、例えば買い推奨が多過ぎることが本当に望ましくないバイアスの存在を示しているのかといいますと、若干疑問もあります。むしろアナリストはレーティングや業績予想のカバレッジを自分で決める際に、自分自身が本当にポジティブな評価をしている銘柄を選び、悪い評価をしているものはあえて選ばない可能性もあります。そうであれば、アナリストの買い推奨は当然の結果であるといった面もあるのでないかという見方もできるところです。

それから、そういった望ましくないバイアスが增大するとしても、む

しろアナリストの利益相反問題というのは、1990年代の前半あるいは中盤から既に公知の事実であったのではないかとということも指摘されています。具体的には、利益相反が存在すること、投資銀行部門との関係で利益相反があり得るといふことの存在と、その帰結として楽観的なレーティングが行われることについては、報道やSECが投資者への警告を出してきていますので、90年代の後半には、投資者にとって既に公知ともいえた状況ではないかということも指摘されています。

そうであれば、むしろ本当の問題というのは、アナリストの情報の利用者が、実態を知らない投資者である個人投資者に拡大していったことによって、知らない個人投資者が利益相反の存在等を誤解するといった問題であったのではないかとと思われるところです。

それをさらにアナリストによるレーティングに対する投資者の反応という観点からみますと〔報告メモ3頁「アナリストのレーティングに対する投資者の反応」参照〕、まずアナリスト情報を割り引いて受け止めるということが実際に存在していたと指摘されています。これは、通常、ブローカーに属するアナリストのポジティブな推奨はディスカウントするのだといった投資ポリシーも存在していたようであります。

それから、インハウスのバイサイド・アナリストが十分にいるような機関投資家においては、セルサイド・アナリストのレーティングはそもそも重視しないこと、大半のファンド・マネジャーは参考程度に利用していたにすぎないことも、指摘されています。逆に、レーティングに依存していたのは、むしろ小規模機関投資家、あまりソフィスティケートされていないものであったといった事情もあったようであります。

つぎには、個人投資家は本当にアナリスト情報を信頼したのかということが問題になります。まず、個人投資家がアナリスト情報を信頼したことをどういうように評価するのかということについては、アメリカの研究者の間でも評価が分かれるところでございます。個人投資家が合理的な行動として、つまりアナリストのレーティングしかまじな情報がなかったのでそれに依拠

したのであったという見方もあります。

他方でそれと逆に、不合理な行動としてレーティングを信頼してしまったという見方もあります。利益相反についてのSECの警告とか報道とかを過小評価したり、アナリスト調査の独立性、信頼性についての妄信をしてしまったり、利益相反の内容や影響度についての斟酌を間違えて自信過剰で行動してしまったりしたといった問題があるのではないかとといった指摘があるところ です。

他方で、個人投資家といってもいろいろな人があります。そもそも、投資経験等の面で洗練された層では、アナリスト情報に対する信頼は高いとはいえない可能性があります。そういった人たちは、むしろ発行会社の公的チャネルからの情報を重視している傾向がもともとあったということも指摘されています。そうしますと、アメリカでも本当に個人投資家がアナリスト情報による被害に遭ったという状況なのかというと、いろんなケースがあり評価は難しい面があったのではないかと考えられるわけでごさいます。

以上が実態であったようでごさいますが、とくにアナリストのバイアスにより個人投資家が悪影響をうけたという評価を前提としまして、具体的にはSEC等規制当局とアナリスト〔証券各社〕の側との間の包括的な和解と呼ばれているもの、あるいはその前後の自主規制機関のさまざまなルール策定において、アナリストの独立性、中立性が要請されるようになったわけです〔報告メモ3頁「アナリストの独立性・中立性の要請」参照〕。そのような要請の前提を慎重に評価する必要があるだろうと思われま す。

もともと独立性、中立性は困難を強いるものであって、〔先述のバイアスの当然性・公知性あるいは投資者側でのディスカウント等の存在ゆえに〕バイアスがあるかどうかは大きな問題ではないのではないかと いう指摘もごさいます。前提として、そもそも企業内容の分析が複雑困難かつ多様なもの がありますし、もし利益相反があるとしましても特に投資銀行部門との関係で注目されているにすぎず情報の品質等の維持のためにはどういっても不可避なものだ という評価もあります。

他方で、アナリスト側には、自分の評判を下げないようにするというインセンティブもありますので、それによってむしろバイアスは緩和され、変な調査レポートを出すようなおそれは緩和される可能性がある。それから、先ほど申しましたように「例えばブローカー・ポイント方式のもとで」、機関投資家の側によってセルサイド・アナリストのパフォーマンスが評価されるという事情がありますので、例えば、とりわけ機関投資家が多く株式を保有している銘柄についてのアナリスト行動については、バイサイドからのコントロールがかなりきく可能性がある。このように、特別な規制がなくてもむしろアナリストの行動は規律される可能性がある。それを前提に、なおどういった法的な介入の必要性があるのかということを検討する必要があることになりそうです。

そこでまず、特に個人投資家がアナリスト情報を信頼した行動が本当に不合理なものだったとすれば「報告メモ3頁「個人投資家のアナリスト情報への信頼」参照」、その合理化のために法的な介入を行うという可能性・必要性がありうるものと考えられます。

ただ、その場合、適切な保護の方法がそもそも発見可能なのかという問題がまずあります。むしろ、教育とか注意喚起とか、その他の仕組みによって投資者のバイアスを矯正するような動きをするのがいいのかどうか、若干パターンナリストティックな介入が必要で許容されるものかどうかという問題もあります。

規制者の側でも、本当に対処すべき利益相反問題の識別、あるいはそれに対する適切な対処策の検討等において誤りがないかどうかといいますと、これもよくわからない面もあり、規制当局の無謬性への疑問も呈されています。〔付記：報告メモ3頁「アナリストの利益相反問題の「公知」性」において言及しましたように、すでに90年代後半にはSECが一応の問題の認識に至っていたことが、こうした悲観的な評価にかかわっています。〕

〔こういった主に規制の可能性にかかわる問題をふまえて〕先ほど申しましたような、投資判断に対する市場による自浄作用の存在にもかかわらず何

が必要なのかという、そもそもの議論との関係を考えるべきことになります。

その上で、やはりあえて法が介入しなければいけないとしますと、そのあり方としては米国でも細かいルールがございますが、ここでは個別規定に立入れませんのでごく大まかに分けますと、2つの方式があると考えられます。その1つ目は、利益相反の存在への対応としての情報開示義務を設定することであり、たとえばカバレッジ銘柄についての株式保有や役員関係だとか、そういった情報をアナリスト・レポート上で開示するといった対応策が考えられます。

他方2つ目として、バイアスを生み出す源泉である投資銀行部門等とアナリストとの関係を遮断するために、人事・監督・情報移動の制約等の構造的な規制措置を設けるといったことが考えられます。実際にアメリカでも採用されているものでは、こうした2つの規整方式が代表的なものであると考えられます。

これら2つをどう評価するかということにつきましては、文献をみますといろいろ難しい問題があるようです。まず、利益相反への対応としての情報開示につきましては、情報開示はだれのため何のためにするのかという問題があります。

先ほども申し上げましたように、機関投資家等はそもそもアナリストのレーティングを割り引いてとらえていた可能性がある。むしろ、だまされていたといえますか、アナリスト情報に従ってしまったのは、余り洗練されていない機関投資家や個人投資家の一部であった可能性があります。

そうしますと、例えば株の保有あるいはアナリスト報酬の連動性等々の開示をレポート上でしても、そうした投資家がそれ〔開示内容〕を適切に評価することができるのかといいますと、かなり疑問があるということになります。かえって、情報開示が存在している、そうであるならばレーティングも安心であるということで、逆に投資者の行動を誤導してしまう可能性があるのではないかと思います。

アナリストの側としても、みずからの利益相反を開示している以上、自由

にレーティングをつけることができそれが正当な行動であるのだという自信を持って情報生産をすることができてしまうのではないかということで、本当にこれが投資者のためになるようなバイアス除去策として効果があるのかということについては疑問も呈されているところです。

つぎに、もう1つの方策である構造的な規制措置につきましては、先ほどレジュメ2ページの最後の方でも申し上げましたが例えば投資銀行部門とアナリストの間で情報が相互に活用される面がある等の事情を考えますと、両者の構造的な遮断によって、アナリストの生産する情報の質が改善されるという効果が本当に生じるのか、コストに見あうものになるのかという問題があります。しかも、機関投資家の方では元々アナリストにそういった構造由来のバイアスがあるのは当たり前だと考えているとすると、本当にここまでのことをする価値があるのかどうか等の疑問もあるところです。

最後に、情報開示か構造的な規制かの、どちらの方策をとるべきかという問題があります。アメリカでは両方がとられているわけではありますが、どちらが低コストで有益かということにつきましては、まだあまり研究が多くないようですが、情報開示の方が低コストであり、かつ、利益相反の開示によって、市場全体に流通する情報量は増加するという一方で、よい面も皆無ではないので、法がどちらかの方策をとるのであれば、利益相反の開示のほうが穏当ではないかという示唆もされています。

日本の自主規制でも両方の方策をとっていますが、本当にそれでよいのかということについては、本日は具体的な提案でなく概括的なご報告だけになりますが、今後検討の余地があるように思われます。

選択的開示の問題

続きまして、利益相反と並ぶもう1つの大きなテーマでありますアナリストと発行会社との情報の選択的開示について、アメリカでどのような議論がされているかについて、かなり大量の議論の蓄積があるようですのでそのごく一部ですが、ご報告いたします〔報告メモ4頁〕。

最初に、発行会社とアナリストの間の関係の整理でございまして、その1つ目が、発行会社の方へアナリスト側からどういった圧力がかかっているかということであります〔報告メモ4頁「発行会社とアナリストとの関係」のうち4頁末尾までを参照〕。

まず圧力の単純なあり方としましては、発行会社としてはカバレッジを維持してもらう必要があり、あるいは、レーティングを良好なものにしてもらう必要があり、さらにまた、アナリスト協会等では例えば開示やIRの優良企業等を公表しておりますのでそれらが悪い評価にならないように、ときにはよい評価が出るようにしてほしいといった事情もあるということで、それを背景として、アナリスト側から発行会社への圧力が生じることがあります。それによって、発行会社からアナリスト側へのメリットの提供ということで、未公開の重要な情報を一定のアナリストだけに流すといった動きがあり得るということが指摘されています。

今回のご報告ではセルサイド・アナリストを中心にお話ししていますが、バイサイドにも共通の問題があり得るところでございまして。バイサイド・アナリストも、セルサイドと同じように、個別に企業への訪問取材等を実施しているようでありまして、また機関投資家の発行会社への影響力が増大している環境のもとでは、選択的開示の要求圧力は、セルサイドからのそれよりも高い可能性すらあるとも考えられます。

選択的開示はそういった意味でセルサイド・アナリストに固有の問題ではないわけでありまして、つぎに、とりわけセルサイド・アナリストにつきましては、〔彼らが業績予想情報を投資者に提供する関係で〕この業績予想に関する発行会社のガイダンスというものが、アメリカで慣行として存在していたといわれます。具体的には、アナリストの予想と発行会社側の情報との乖離を回避するために選択的開示が行われるということになり、そのメリットとしましては、アナリスト側では、自らの予想の信頼性・正確性について投資者からの良好な評価を得られるという意味で有利であります。それからまた、株価形成上は発行会社の方にとっても有利である〔サプライズの回避

等] ということで、アナリストと発行会社の両方にメリットがあるので、〔先述の圧力を背景として〕こういった慣行が存在していたといわれます。

他方、アナリストの側から発行会社への圧力としましては、〔ガイダンスのような両者のもたれあいの事情だけでなく、〕アナリストがあえて悲観的なアナリスト情報を生産、発行することによって、心配した発行会社の方から自発的に情報提供をするようにさせるといった、積極的なアナリストの戦略的行動もあるのではないかと指摘されています。

例えば、アナリストがレーティングをネガティブに変更することによって、発行会社との信頼関係が毀損される可能性もあるわけですが、それを回避しながら、レーティングではなくて業績予想の方を悲観的なものにする。そうすると、発行会社はもともと市場へのネガティブなサプライズを避けたいと考え、あるいは、ポジティブなサプライズを期待しているという面がありますので、〔爾後のアナリスト行動を懸念するとしても当の〕悲観的予想そのものについては市場との関係ではむしろ歓迎あるいは容認することになります。そうだとしますと、アナリストとしては、発行会社との関係を害することなく、戦略的に発行会社からアナリストへの積極的な選択的情報の提供が期待できる状況を作出することが可能になるということになります。

なお、発行会社からアナリストへの情報の提供の意味は、内部の正確な情報を与えるということだけではないようです。アナリスト側の雑誌記事などを見ていると、アメリカでも発行会社がアナリストへのコミットメントを提供するのだというようなことがしばしば指摘されています。また日本でも例えば、決算短信の予想情報等につきましては、むしろ内部情報というよりも経営者のコミットメントなのだということがよく指摘されているところでして、これと同じ問題かと思います。

こういったコミットメントをアナリストに提供することによって、非効率な経営行動や不正会計等を引き起こす可能性が示唆されています。例えば、アメリカでも、アナリストの予想を下回ることによってネガティブ・サプライズを回避する手段として、アナリストへのガイダンスあるいは〔その代替

方策として〕いわゆる利益管理の実施が行われていると考えられています。そういった意味で、コミットメントすることによってガイダンスをせざるを得なくなる、そうでなくても利益管理をせざるを得なくなるということが考えられるわけであります。

アメリカでは、コミットメントへの対応策として、このうちのガイダンスの手法が優勢であった可能性が指摘されております。そうしますと、逆に今度は、仮にガイダンスが実施されていないという状況あるいはそれが禁止されている状況下では、むしろ利益管理が優勢になる可能性があるということも考えられまして、いずれにしましても、ガイダンスの慣行が存在するかどうかにかかわらず、アナリスト側からの圧力を背景とした発行会社からアナリストへの働きかけといいますか、情報の提供あるいはコミットメントの提供というのは、いろいろな問題があるのでないかとも思われるところです。

以上を総合しまして〔報告メモ4頁末行参照〕、アナリストへの選択的開示が行われることによって、〔他の投資者との公平のような問題は別としましても、アナリストの行動への配慮のほか〕発行会社の経営への波及という問題もあり、発行会社側のコストが問題になると考えられます。

次にみますのは、発行会社からアナリストへの圧力の状況であります〔報告メモ5頁冒頭参照〕。これは、例えば選択的開示が許されるとすると、逆に発行会社の方で自社に関する情報へのアクセスをコントロールすることによって、アクセスできなくなったアナリストのパフォーマンスを下がらせてしまうという行動の可能性が生じるわけであります。

そうしますと、逆にそれを避けるために、アナリスト側からは、先ほど申し上げましたが他社や業界の情報をアナリストの方から見返りとして提供してしまう〔報告メモ2頁「情報の移動のあり方」参照〕、あるいは、むしろポジティブなレーティングをあえて付与したり、あるいはそれを変更しないといった行動に出てしまう可能性があるということになります。このように発行会社とアナリストの関係では、両方の圧力のかかわり合いの中で選択的開示が行われるという状況が存在しているようであります。

アメリカではとりわけガイダンスの慣行の存在に対する懸念からといわれていますけれども、選択的な開示の規制を Regulation FD として設けるに至りました。これは、発行会社における一定の主体、つまり発行会社のために行動する者から、一定の証券プロフェッショナル、一定の証券保有者等に対してのみ、未公開の重要情報を開示することの制限であり、より細かく申しますと、意図的に選択的な開示を行う場合には同時に当該情報を公表しなければいけないこと、意図的にでなく情報提供をした場合には速やかに当該情報を公表しなければいけないことを内容とするルールであります。

そういったルールをアメリカで設けたことによってどのような効果が生じたかについては、いろいろな評価があるようです〔報告メモ5頁「選択的な開示規制の効果」参照〕。文献では以下に述べますような、全体としてどう評価してよいのか難しいような指摘が種々なされています。

まず、規制が実施された当初の評価としましては、選択的な開示を規制することによって、市場に流れる情報の質も量も両方とも低下したのではないかといった指摘がありました。最近でも実際にこういった見方を維持する論者もいるようです。

他方で、この規制の導入前には大半の会社がアメリカでは業績予想の公表をしていなかった、それゆえガイダンスの慣行が必要だったわけですが、導入後はむしろ発行会社が業績予想を公表するようになったこと、反面でアナリストとのミーティングは減少しなかったこと、ただその反面で収益情報についての個別提供には慎重を期する傾向が見られるようになったこと、また同時に、公平開示の実現のためにインターネット上での情報提供が増加したこと、といった変化が指摘されております。これらを総合しますと、選択的な開示規制の導入によって企業が自発的に公表する情報の量が減少せずむしろ増大したといえることについては、実証的な見地からは、あまり大きな異論はないようです。

このようにおおむね情報の量の面では改善があったと考えられていますが、ただ、選択的な開示規制のもたらした他の効果、例えばアナリスト情報の

質の面への影響あるいは市場のボラティリティーへの影響等につきましては、かなり見方が分かれているところでありまして、文献をみます限り確たることはいえないようでございます。

そこで、情報の量の面およびそれ以外の面を総合して見ますと、アメリカの企業〔大企業およびそれ以外の企業を含みます〕の環境には選択的開示規制はほとんど影響を及ぼしていない、つまり、よい影響も悪い影響もあって、それが相殺されているのではないかという指摘もあります。

こういった指摘をふまえてさらに企業類型ごとにみますと、実際には、大企業においては、情報チャネルについては変化があり、インターネット上の開示がふえた等の変化があったほかは、特に投資環境に不利な影響はなかったとも指摘されています。

他方で、規制の導入の前にアナリストのカバレッジが多少あった程度の小規模な上場企業におきましては、カバレッジの減少あるいは喪失が生じていて、その結果、資本コストの上昇がもたらされたといった分析もあるようであります。むしろ、影響は小規模会社およびその投資者の方にとって大きかったのではないかということが示唆されています。

こういった規制の効果につきましては、実証研究の前から、小規模企業ではアナリストがカバレッジ銘柄とするのに割が合わないために、企業の側からアナリストに選択的開示を行うことによりアナリストのカバレッジを促進する必要性がそもそもあることが指摘されてきました。この予想どおりの効果が規制導入によりあらわれている可能性があるわけであります。

ただ、大企業で、むしろ情報の流通量がふえて、特に不利な影響もなかったということであれば、直ちに選択的な開示規制というのは、意図せざる副作用を生む無用な規制であったとまで考えることはできないのではないかとおもわれます。つまり、選択的開示が懸念している不公正さというのは、投資者層の拡大とともに社会的に認識されるに至るのだとしますと、投資者層はそもそも小さくて、アナリストのカバレッジが小さい企業については、認識される不公正の程度が大企業のレベルに達していないと考えうるように思

われます。そうしますと、公正の観点からも、平均的には投資者ベースの比較的大きな上場企業を前提として、小規模企業でのコストにもかかわらず、市場の情報量の増大と不公正の除去を目的とする規制を導入することも正当化されるようにも思われるわけでございます。

以上、利益相反の規制と選択的開示規制とについて、アメリカでの議論状況をごく簡単に整理し、抽象論ばかりでほとんど具体的なことに言及できませんでしたが、考えてみた次第です。

情報開示制度等との関係における証券アナリストの位置づけ

つぎに、なぜこうした証券アナリストに対する規制強化の方向への動きが生じてしまったのか、あるいは生じることになったのかについて分析するために、証券規制における情報開示制度、不公正取引規制との関係で、証券アナリストがどう位置づけられるのかということを整理してみたいと思います〔報告メモ6頁参照〕。

まず、流通市場における強制情報開示と証券アナリストとの関係です。情報開示制度がアメリカにおいて確立した時期、あるいは、大きく動いたのは1900年前後だといわれております。その後、取引所ルールによる情報開示制度がそのまま34年法の情報開示制度に引き継がれたということで、それほど顕著な変化はなかったとの指摘もありますので、開示制度の確立は証券アナリストの専門職としての確立に先行していると考えられます。

そこから、アメリカで指摘されていることではありますが、情報開示制度が確立したことによって、プロフェッショナルによる情報の生産や入手やverificationのコスト、あるいはさらに配布のコストが軽減されるということがあり、それがむしろ法の側からのアナリストに対する助成といいますかメリットの提供になっているのではないか、それゆえ1930年代に証券分析の書物の始始めて60年代までに専門職として確立するということにつながったのではないかといった指摘や示唆がみられるところでもあります。このようなことが強制情報開示制度とアナリストの関係としては考えうるようです。

次に、反詐欺規定といいますか、不公正取引規制、とりわけ内部者取引の禁止と証券アナリストとの関係を考えてみますと、まずいわゆる開示または断念のルールが確立したのは、アメリカでは 1960 年代から 80 年前後にかけてであります。その中身〔ルールの正当化の仕方等〕にはいろいろ動きがあるわけではありますが、その過程では、情報の平等理論が事実上否定される一方、合衆国最高裁の判決でアナリストの市場での役割が積極的に認められることによって、アナリストの活動が内部者取引の禁止から免れる側面が生じてくることになります。

他方で、重要情報の開示時期につきましては、発行会社、内部者の側に一定の裁量が付与されることになります。つまり、取引を行わない限り直には重要情報を開示しなくてもいいというルールでありますので、開示時期については一定の裁量が生まれるのですが、その一方で、未公開内部情報の内部者による利用が規制により排除される結果として、最も情報優位に立つ者の取引が市場から排除されることになります。これは市場でその者の次に情報優位にある者が取引において優位に立つことを帰結しうるところですので、内部者取引の禁止の導入によって、むしろ証券プロフェッショナルの情報優位が確立することになるということもアメリカで指摘されてきました。

このように、強制情報開示も、反詐欺規定あるいは内部者取引規制も、本来は小規模投資者への保護の要請という背景にあるわけではありますが、そのことを前提としつつ、それを達成する方策としては、これらの規制は、結果的には証券アナリストないしプロフェッショナルの強化に資してきたという示唆がみられます。これにはもちろん異論もありえますが、このような観点にたつとしますと、プロフェッショナルとしての証券アナリストは、〔政治的・意図的にというわけではないように思うのですが〕結果的にはこういった様々な規制から助成を得てきたという評価も可能ということになるわけであります。

続いて少し話が変わりますが、継続的な情報開示の進展のあり方と証券アナリストの規制との関係についても、若干触れさせていただきます。

まず、継続的な情報開示、つまり continuous disclosure の規制のあり方としましては、法域によって様々なルール設定の仕方があります。一番極端あるいはシンプルな例としましては、重要情報の開示の強制を原則として規定しまして、一元的な規制を行うものがあります〔報告メモ6頁「継続的情報開示のあり方と証券アナリスト」(1) 参照〕。これは、法律レベルで取引所ルールに詳細を授權して、取引所ルールの違反についても法律違反としての制裁、刑事制裁とか私的訴権の付与とかを活用できるようにする、そういった一元的な規制があります。

他方でアメリカ的なルールであります。法の開示規制、periodic disclosure のしくみと、広範な反詐欺法との組み合わせという枠組みも存在します。その中で、例えば情報のアップデートの法的義務などが導出されてくることになります。これらとともに、比較的緩やかな取引所ルールの併用によって、全体としては二元的な規制を行うという類型です〔報告メモ6頁「継続的情報開示のあり方と証券アナリスト」(2) 参照〕。

このほかに、従来の日本法はここに入るかもしれませんが、開示規制とルール志向が強い内部者取引規制〔したがってアメリカの反詐欺法のような効果は生じにくいもの〕、それらに加えて取引所ルールによって、全体としてやはり二元的な規制を行う類型があり〔報告メモ6頁「継続的情報開示のあり方と証券アナリスト」(3) 参照〕、それから、さらにその他の類型も考えられるところです。

これらの中で、アメリカの最近の動きはどのように評価されるかが問題となりますが、例えば Form 8-K の改正、ここにはサーベインズ法のリアルタイム開示の要請が反映されているわけですが、そういった臨時報告関係の改正があります。それから、本日取り扱いました Regulation FD、つまり選択的な情報開示の規制が導入されています。これらの動きというのは、本来レジュメ6頁「継続的情報開示のあり方と証券アナリスト」の(2)のところにありそうなアメリカの規制が、(1)の方に近づいていくような動きではないかと議論されることになるようです。

つまり、強制情報の開示が拡大する、しかもその拡大の仕方はピリオディックなディスクロージャーから、コンティニュアス／オンゴーイングなディスクロージャーの方に動いてきている可能性があるということになりますと、今度は、重要情報というのは何かということが大きな問題としてクローズアップされるわけでございます。

プロフェッショナルであるアナリストが当該情報をどう見ているのかということが、重要性の判断に極めて大きな影響を及ぼすわけです。古くからアナリストですら情報が重要だと認めなかった以上その情報は重要性がないといえるのだといった判断の仕方もアメリカの判例にみられたところでありますし、さらにモザイク理論をどう適用するかといった難しい問題もありますので、アナリストが市場でどういった行動をとるかというのは、継続的情報開示が（１）の方向に移動することによって益々重要性が増していくことになろうかと考えられます。

以上のような、証券規制の今日のあり方から見た証券アナリストの位置づけ、役割を雑駁ではありますが整理しますと、まずは広範な規制、つまり情報開示規制、不公正取引規制によって事実上振興されたプロフェッショナルの情報仲介部門であると位置づけることができるのではないかとおもわれます。そのうえで、強制情報開示のさらなる進展によって、アナリストの役割の重要性が増幅されてゆく、情報開示の観点からいえばさらに助成度が高まっていくという面も生じてくるようにおもわれます。

そういったことを背景として、証券規制の強い期待のもとで確立されたアナリストの機能、役割の維持・発展を目的として、アナリストに対する大幅な法的介入が正当化される可能性が生じてきたということではないかと考える余地がありそうです。このような大雑把な見方に意味があるのかということとは別としますと、例えば、先ほどの利益相反についての厳格なルール設定については、情報仲介部門としての機能の維持・確立のために極めて厳しく追求される可能性が生じますし、あるいは、上場企業に対するモニタリング機能の発揮のためにアナリストの行動を適正化を図るべく広範な法的な介

入が行われる余地が生じるということになります。また選択的開示については、〔公正の観点からの関心のほか〕、アナリスト情報と内部者側の情報を截然と区分することによって、アナリストが自分の能力によって分析、生産活動をするように法的に仕向け、それによってアナリストの機能、役割の強化とともに、規制上の位置づけの正当性を根拠づけるという意義もあるように思われるのです。

我が国におけるアナリストの中立性確保規制、選択的開示規制のあり方

最後に、我が国におけるアナリストの中立性確保規制と選択的開示規制のあり方について、若干ありきたりのことですが、触れさせていただきます〔報告メモ7頁参照〕。

まず、日本とアメリカとでは事情が違うのだということがしばしば指摘されています。中立性確保、つまり利益相反の回避の規制につきましては、アナリストの株価レーティングの偏在というのが、日本ではアメリカほど激しくなかったということが指摘されていますし、投資銀行部門との関係も問題はあり得るけれども、まだアメリカほどの問題はなかったのだという指摘もあります。

同様に選択的開示について申しますと、業績予想のガイダンス慣行というのは、アメリカではあったけれども日本ではなかった。取引所ルールによって開示される決算短信で業績予想等の開示が存在していたことによってアメリカのような慣行はなかったのだということが指摘されているわけです。

他方で、いろいろな文献を見ますと、選択的開示規制の導入前〔日本ではアメリカの規制状況に対応した実務上のとりくみ前〕の日本にはガイダンスに相当するものが本当にとくになかったのかというと、それはよくわからないところであります。四半期の終了時点でアナリストへの定性的な状況説明をしているのだという例などもあるようでありまして、アメリカとは顕著に違うとまでいえるのか、よくわからないところです。それから、仮にガイダ

ンスが無かったとしますと、発行会社のコミットメントとしての業績予想を出すということについての問題が浮上する余地がありますので〔報告メモ4頁参照〕、ガイダンスの慣行の有無の評価については慎重に考える必要があるかも知れません。

また、選択的開示規制は日本では不要でないかという議論におきましては、内部者取引規制が日本では厳しく設定されているので、選択的開示規制をあえて導入する必要はないという示唆もみられるようです。

ただ、アメリカの選択的開示規制といいますのは反詐欺規制といいますか10条(b)の規制でなく、13条を根拠とする規制、つまり情報開示ルールの一環としての規制であります。確かに Regulation FD というのは信託義務の違反があるかどうかによって、内部者取引規制と選択的開示規制の役割分担を定めているわけではありますが、日本での議論で不公正取引の話を持ってくることが本当にいいのかどうか検討の余地もあるのではなかろうかと思われまます。

アナリストをめぐるこれらの諸規制がとくに法律レベルではなぜ日本ではアメリカと違う形でいいのかということにつきましては、ディスクロージャー・ワーキング・グループ等の報告書等で検討されておりますが、更にいろいろ慎重な検討すべきことがあるのでないかと考える次第でございます。

以上で、雑駁で抽象的なものに終わったのでございますが、ご報告を終わらせていただきます。ご指導くださいますよう宜しくお願い申し上げます。

討 議

森本共同会長 それでは質疑、討論に入させていただきます。

戸田さんからは、証券アナリスト規制をどのようにすべきかということでご報告いただきました。

アメリカの事情は詳しくご説明いただいたのですが、資料1のディスクロージャー・ワーキング・グループとか、あるいはアナリスト・レポートと

か、日本証券業協会、あるいはアナリスト協会で選択的開示についての考え方ですとか、この3～4年、幾つかのレポートが実務界から出ているわけですが、戸田先生の立場から、これらの資料について、ワンポイント・コメントをしていただいた後、証券業協会や証券会社から来られている方も、ほとんどがアナリストの資格はお持ちで、アナリスト協会でそれなりの役割を果たされていると思いますので、率直なご意見をお聞きしたいと思います。

戸田さん、最近の日本の動きについて、説明していただいた後、質疑に入ったらと思うのですが。

戸田委員 最初にご説明すべきところ申し訳ございませんでした。まず、事前資料1としてお届けしていたものが、金融審議会金融分科会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告〔平成17年6月28日〕の抜粋〔1頁、7頁、11～13頁〕でございます。その中で、とくに7ページ「4. 証券取引所における適時開示等のあり方」というところの「(2) 業績予想のあり方」という部分であります。ここで業績予想の開示というのは、そもそもアナリストがすべきことなのか、経営者の方がすべきなのかといった問題がとりあげられていて、本来はアナリストが提供すべきとの考えもあるけれども、むしろ業績予想は個人投資者にとって有用な情報であるということで開示が行われてきたので、ひきつづきアナリストではなくて経営者の方で開示すべきとの考えもあるということが指摘されています。これまでの日本の実情としては後者のような発想が前提とされてきたようにみえることは、1つ注目すべき点ではあると思います。〔付記：研究会で不正確な述べ方をしました。また研究会でのご報告との関係では、選択的開示規制のもとでは内部（経営者）情報との関係でアナリスト情報の純化が求められることになることとの関係や、業績予想が経営者のコミットメントととらえるべきものだとするばここでの議論はどのように整理すべきか等についても言及すべきところでした。〕

ワーキング・グループ報告の11ページが、アナリストの中立性に関するところでございまして、アナリスト機能の重要性との関係で、そうした中立

性の重要性が指摘されております。つぎに 12 ページの頭に移りまして、アメリカの動きを見て今後検討するといったことが書かれています。

選択的開示につきましては、ワーキング・グループ報告の 12 ページから 13 ページにかけて、でございます。特に 13 ページの頭で記されているように、日本ではガイダンスの問題が顕著な形として発生していないという指摘が 1 つの主要な理由になって、規制導入はむしろ慎重に考えるべきということになるのかどうか注目されます。また、先ほどご報告ではアメリカの選択的開示規制の効果の議論についてご紹介いたしましたけれども〔報告メモ 5 頁参照〕、この報告の 13 頁では、日本では規制のマイナスの影響が大きいと考えられるとの指摘がとくにとり上げられています。

それから、内部者取引規制等との関係が 12 ページに若干書かれています。〔付記：なお、12 2 ページでは内部者取引規制等は直接に選択的開示を規制するものでなく、不公正取引の一般規定も発動が難しいとの指摘の存在が記されつつ、他方で 13 ページでは公正取引規制の徹底等での対処の可能性の指摘の存在に言及されています。〕以上の 3 点ぐらいで、この報告の段階では、規制の導入には慎重な検討を要するとの姿勢が示されているということになるかと思えます。

資料 2－1 は、日本証券業協会の「アナリスト・レポートの取扱い等について」の理事会決議です。〔付記：研究会では平成 18 年 5 月 1 日施行の改正を最終改正とするものを準備しました。同理事会決議の 3 号では、アナリストの意見の独立性確保等に関して協会員が社内管理体制を整備すべきこと等、同 6 号（1）では、対象会社との重大な利益相反関係のアナリスト・レポート上での表示について、また 6 号（2）（3）では、自社が株式の募集・売出し等の主幹事会社となる場合に一定期間内にアナリスト・レポートを発表するときの表示義務とレーティング等の制約について定められています。さらにアナリストの独立性確保の見地から、同 10 号では、適切に組織や報酬体系を整備すべきこと、引受部門・投資銀行部門等からの不当な干渉・介入を受けないよう社内で指導監督すべきことが定められ、かつ同 11 号では、ア

ナリストが引受部門・投資銀行部門の業務、とくに企業への提案活動や投資家説明会に関与することがないよう確保すべきことが定められています。なお同 12 号には、引受部門・投資銀行部門等が見込み顧客等に対してアナリスト・レポートの作成等について約束等をすることがないよう確保すべき旨の規定があります。]

資料 2-2 は、平成 16 年 3 月 17 日付けの日本証券業協会「アナリスト・レポートの取扱い等について」（理事会決議）の一部改正について、と題する文書でございます。資料 2-1 よりも日付けの古いものであるにもかかわらず、なぜお配りしてあるかをご説明します。まず最初の 3 枚分はこの一部改正自体の説明でございます。ここで説明されている一部改正の内容といたしますのは、以前に IOSCO の取組みをこの研究会でご検討されました際に、既に若干お話がされていたところでございます。〔付記：具体的には、IOSCO「セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則」への対応としての改正、さらに外部アナリストのレポート使用についての証券取引等監視委員会の建議への対応としての改正ということになります。例えばアナリストの独立性確保に関しては、理事会決議の 11 号（概要について上述）がこの改正で設けられています。なお、資料 2-1 について上に付記しましたとおりこの改正は理事会決議の最終改正ではありません。〕この資料 2-2 の 4 枚目以降（「アナリスト・レポートの取扱い等について」（理事会決議）及び理事会決議の考え方の一部改正について、題する平成 16 年 3 月 17 日付けのもの）では、資料 2-1 の理事会決議についての「考え方」というものの全文があわせて紹介されてありますので、若干日付けの古い資料ではありますが、これをお配りさせていただいた次第です。

私の見ました限りでは、この理事会決議の「考え方」よりも新しいバージョンは見つからなかったもので、恐らくお配りしたものが最新版ではないかと考えているのですが、ひょっとすると、これより後にまた理事会決議がされていて、見落としている可能性もございますので、もし間違っているようでしたらご指摘いただければありがたく存じます。

この資料2-2の4枚目以降については、特に下線のところ〔付記：ここ
でいう下線は証券業協会の原文にあるもので平成16年3月の改正箇所を示
すものです。〕等を見ていただきますと、〔この資料2-2の4枚目以降の分
の〕6ページあたりで、理事会決議6号〔概要について上述の付記参照〕の
重大な利益相反というのはどういう場合であるのかということが、「理事会
決議の考え方」という右の欄で詳細に紹介されているところでございます。

引受部門、投資銀行部門との関係のありかたにつきましては、〔やはりこ
の資料2-2の4枚目以降の分のうち〕16ページ以降で述べられています。
〔付記：理事会決議の10号（上述の付記参照）との関係で、同15～16ペー
ジではアナリストの意見の独立性の観点から問題のある組織体制・報酬体系
等についての「理事会決議の考え方」が示されています。具体的にはアナリ
ストが投資銀行部門等に所属したり、その報酬が投資銀行部門等の特定案件
と連動したり、あるいは報酬決定にこうした部門が直接関与したりすること
には問題があるという見方が示されています。16～18ページでは、理事会
決議の11号（上述の付記参照）に関して、たとえばアナリストが関与すべ
きでない（投資銀行部門等の）提案活動とはどのようなものか、アナリスト
が行うべきでない投資家説明会への関与とはどのようなものか等について、
「理事会決議の考え方」が示されています。〕

なお、この資料2-2と同じ時期に、引受部門、投資銀行部門との関係の
あり方については、「理事会決議「11 引受部門及び投資銀行部門の業務へ
の関与の禁止」のQ&A」というものが日本証券業協会で作成されておりま
す。これは「証券アナリストジャーナル」の2004年4月号の122ページ以
下に掲載されていますが、お配りした資料にはこの「Q&A」は添付してい
ません。

つぎに資料3でございますが、これは日本証券アナリスト協会の方でつく
られた『職業倫理を考えるためにルールと参考資料』からの抜粋でありま
す。その抜粋の1つ目が「証券アナリスト職業行為基準」です。職業行為基
準というのはスタンダード・オブ・プロフェッショナル・コンダクトに当た

るものだと思います。例えばこの行為基準の5では、アナリストの「受任者としての信任義務」という項があり、「顧客その他信任関係にある者の最善の利益に資することのみに専念しなければならず」というのがございます。「信任関係にある者」をどういった範囲の者にと考えているのかについてはあいまいな書きぶりになっているようにみえますが〔付記：なお同基準1の「信任関係」等の定義参照〕、これはアナリストの提供する情報の利害関係者の多様さということを反映しているようにも思えます〔報告メモ2頁「利害関係者の多様性」参照〕。つぎの行為基準の6が、「利益相反の防止および開示等」でございます。

それから、同じ資料3の抜粋の2つめが2002年4月に日本証券アナリスト協会から出された「証券アナリストの職業倫理を高めるために」というペーパーであります。ここでは、たとえば特にⅡの3あたりが、「投資銀行部門との関係」ということにつきまして、利益相反の可能性に注意すべき等の指摘がございます。ただ、このⅡの3（1）にありますように、このペーパーの基本認識としましては、この2002年の時点では、日本ではこれまでのところ、アメリカほど深く証券アナリストが投資銀行部門の業務に関与してはいないということを前提とした記述になっております。〔付記：なお、このアナリスト協会のペーパーが2002年のものであるため、その前提とする自主規制のレベルは現行の理事会決議およびその「考え方」と相違していること等に留意する必要があります。〕なお、Ⅳの「個人投資家への投資情報の提供と証券アナリストの業務」においては、たとえば証券アナリストの情報が個人投資家に流れていくルートや配慮事項等について言及されています。

つぎの資料4が山田剛志先生のご論文でございまして、月刊資本市場226号34頁以下の「証券アナリストへの法的規制—米国におけるサーベインス・オクスリー法以後の動きを中心に—」〔2004年〕というアメリカの規制の内容・動向に関する詳細かつ包括的なものであります。〔付記：同論文の38～42ページには、SOX法501条のアナリスト規定による取引所法15D条の改正の内容、たとえば投資銀行部門によるアナリストの情報公表の制約や報復

人事等の禁止、アナリストの中立性確保のため投資銀行部門との情報遮断、アナリスト・レポートにおける利益相反情報の開示等が論じられています。同論文 42 ～ 44 ページでは、とくに NASD および NYSE の自主規制の内容について、たとえば投資銀行業務の受任の際に好意的なアナリスト情報の発行の約束をすることの禁止、主幹事会社になった場合におけるレポート発表の制約、投資銀行部門によるアナリストの監督の禁止、投資銀行部門によるアナリスト・レポートの内容承認の原則的禁止、投資銀行部門の特定案件との報酬のリンクの禁止、レポートにおける利益相反の開示等について論じられています。さらに同論文 44 ページでは、SEC の Regulation AC により、アナリスト・レポートにおける利益相反の開示やアナリスト自身の見解に基づく内容である等の certification の義務付け等がなされていることが論じられています。同論文の結び 46 ページでは、日本でも証券アナリストの法的な規制を強化すべきかとの提言をされております。なお、この論文の後の動きとして、とりわけ 2005 年には投資銀行部門からの遮断強化のための自主規制の改正や規制の現状評価と改正提案に関する NASD/NYSE の共同レポートの公表等があります。このほかアメリカでは、規制当局と証券各社との間の 2003 年の包括的合意とその後の修正等が実務上大きなインパクトを有しています。本報告では内容そのものに立入りませんが、包括的合意の内容はおおむね自主規制期間のルールに類似しているものの、包括的合意にしか含まれていない規制や両者で定義等の若干異なる規定等もあります。]

資料 5 は、2001 年 4 月のもので若干古くはなりますが、日本証券アナリスト協会の方で組織されたディスクロージャー研究会による「企業情報の選択的開示についての考え方」という提言であります。特にその 6 ページの下の方から「補論」というのがありまして、これが資料 1 のディスクロージャー・ワーキング・グループの議論にも反映されているのかもしれませんが、補論 (1) (a) で、日本ではアメリカのような業績予測の必要性が乏しいといった指摘がございます。また 7 ページから 8 ページにかけての補論 (1) (b) ですが、内部者取引規制の面では、日本では特に情報受領者の規制で信認義

務論がとられていないことからアメリカと相当異なっていて内部者取引禁止の活用が可能であるということで、むしろアメリカで生じたような選択的開示の弊害は日本では生じないのではなかろうかという考え方が示されているように思われます。〔付記：このペーパーではアメリカの選択的開示規制がかえって市場の情報量の低下を招くのでないかとの見方を前提に（なお報告メモ5頁参照）、理念としては公平開示を推進すべきであるが法的規制としては慎重を期すべきと姿勢が示されているようです。〕

事前配布資料のご説明は以上でございます。

森本共同会長 ただいまの補足説明も踏まえていろいろご議論いただきたいと思いますが、まず、証券業協会の方から、何かありますか。

山内オブザーバー（以下 OBS） ご説明の中で最新のものかどうかとのご指摘がありましたが、最新のものというご認識で結構でございます。

森本共同会長 アナリストの立場からどうぞ。永井さん、いかがですか。

永井 OBS 私も一応アナリストの資格は持っていますが、アナリストはしておりませんので。

証券会社としては、従来はリサーチ・サービスを有料化できるかという議論がありました。特に固定手数料のときには、例えば一部のリサーチが有料だと、「私はアナリストのレポートは要らないから、安くしろ」という議論があり、「それはできない」という回答をしていた時代が随分長く続きました。手数料が自由化されてから以降、特に最近では、ネット証券会社では、アナリスト・レポートを無料で提供しているだけで、個人の投資家の方がそれをどう分析するかにかかっているわけです。手数料はどんどん下がっており、ある意味では、執行のトランザクションのフィーだけが手数料になってきているというのが現状です。アナリスト・レポートやリサーチは有料で、フルサービスといいますか、対面のサービスでやっている証券会社では、手数料のいろいろなテーブルが用意されています。ですから、先ほど聞いていて、そこが1つ大きな背景と思いました。

もう1つは、発行会社としての立場ですが、我々は当然のこととして選択

的な開示はしてはいけないという認識を強く持っておりまして、「情報開示委員会」をつくって、どこかで何かを公表した場合には、それをすべて一般に開示していくということを徹底しているのが現状でございます。

このレポートにもありましたけど、ワン・オン・ワンという形で、機関投資家、要するに大株主であったり、あるいは年金ですとか、そういったファンド・マネジャーのところには、業績その他含めて説明に回っています。あるいは、アナリストの方たちを一堂に集めて、IRミーティングといいますか、インベスターズ・リレーションを保つための説明会もやっているというのが現状でございます。

ですから、個人の投資家の方々向けと、機関投資家向けを分離してはおりません。機関投資家あるいはアナリスト向けのもので開示している内容については、資料も、インターネットで開示していますし、動画配信の形で、Q & Aの状況についてもモニターできる形をとっています。インターネットを通じての開示というものがかなり進化してきて、かつ動画も使えるようになってきていますので、そういう意味では、個人の方がどこまで本当にアクセスされるのかという問題があるかもしれませんが、提供されている材料は、同じものになってきたと認識しております。ですから、個人の場合、それをどういう形で分析したらいいのかがわからないという方は、多少手数料を高く払ってリサーチを買うという状況になってきていると思います。

インベストメント・バンクといいますか、投資銀行部門との関係では情報は完全に遮断されていまして、リサーチ部隊も分けているというのが現状でございます。そのため、ファイナンス期間に入りますと、リサーチ・レポートは発行できないという対応が行われています。そうすると、何でこのアナリスト・レポートを出してはいけないのだという説明をしないまま禁止するみたいな形になります。

現状では、グローバルな組織でリサーチ・レポートが書かれるようになってきていますので、例えば、日本でこの銘柄がファイナンスに入っている、あるいは入る直前であるということになると、ロンドンにいるリサーチの人

間が日本企業のことについて書いてしまうのをストップできるような体制を敷いています。内容については言わないで、禁止するのが現状でございます。

格付機関に対するのと同じように、発行会社がアナリストにお金を払うというお話がありましたが、ちょっと一般的ではないという気がいたします。株価レーティングというのは、一般の人からすると、格付機関の格付と混同してしまう可能性もないわけではありませんが、発行会社がお金をアナリストに払うというのは、ないような気がいたします。

太田委員 ちょっと今のに関連して、会社の役員会とか出ていますと、今年の目標として、アナリストのカバレッジを何社に広げようとか、そういうことをよく話したりしていることもあるのですが、アナリストのカバレッジというのはどういう形で決まってくるものなののでしょうか。アナリストの人の個人裁量に任されていて、発行会社の方で、ことしは何社のカバレッジ目標だといって、そういうようにすることが可能なものなのか、よくわからないなど常々思っていたのですが、そこはどうなのでございましょうか。

永井 OBS 私も I R を直接担当しているわけではありませんので、その辺ちょっと疎いところがあります。カバレッジ自体を会社として発表されている場合も多少ありますが、日本ではまだ余り一般的ではないと思います。

なるべく分析が多い方が会社の価値を評価してもらいやすいので、アナリストのカバレッジが広いことを、勲章とまではいいませんが、評価される会社もあるのかもしれません。

太田委員 でも、発行会社の側の人に聞くと、要はアナリスト・レポートが出ていれば出ているほど機関投資家を買ってくれやすくなるので、というのですが。

永井 OBS そうでしょうね。

太田委員 できるだけ多くのアナリストのカバレッジに入れてもらえるように頑張ろうみたいなことだと思いますけれども。

森本共同会長 太田さんのお話は、どういう規模の業種なのですか。新興なのか、伝統的なのか。

太田委員 どちらかに分類すれば、新興ということになるのだと思います。

森本共同会長 そういう意味で、知名度を上げたいということもあるということですか。

太田委員 知名度を上げたいというよりは、もっと露骨にいうと株式時価総額を上げたいのですね。(笑) そういうインセンティブが相当働いている気はします。

森本共同会長 それには、カバレッジが多いことが実質プラスになるという面がある。

太田委員 少なくともそのように認識しているのだろうなと。ただ、具体的にどういう方法でカバレッジを拡大すべく頑張っているのか、詳らかに承知していないということなのですが。

森本共同会長 ほかの方で、発行会社からアプローチがあるとか、例えばそういうのがあるのですか。

桑原 OBS 私どもは大和総研という別の法人にアナリストがおりますので、そちらの方にアプローチがあるのかもしれませんが、証券会社の方は、証券業協会の理事会決議の趣旨に従い、証券会社として介入できないように、独立したリサーチ・レポートが出るようにという形になっておりますので、そこへの関与はできませんし、幾ら幹事証券としてかかわっているからといって、リサーチ・レポートを出すようにという圧力もかけられないというように独立させて運用していこうということになっています。そこは発行体が努力の中で、業績がこれだけよくなってきているから、自分のところも注目して書いてくださいというところを訴えるしかすべがないのではないかなというようには思いますけれども。

太田委員 逆にいうと、アナリスト個人の方が、この会社について書こうと思うかどうかに決定的に左右されるということなのでしょうか。

桑原 OBS アナリストの組織の中でどういうように銘柄を選んでいくかというのは、そこはまたその組織の中での決まり事があるでしょうから、その中ののっとしてやっていくということで、少なくともそういった証券会社

の営業とは完全に独立した体制にはなっている。

片方で、セルサイドの話となってくると、アナリストは当然投資家とのコンタクトがありますから、投資家が関心の高い情報は流したいという部分はあると思います。そこの辺の調整を、リサーチハウスの中でやるかやらないかというところはあるのかもしれませんが、まずは、発行会社からの要求だからそれでやるという図式にはならないと思います。

森本共同会長 アメリカでは悲観的な情報がほとんどないけれども、日本はそれほどでもないということだったのですか。これはアメリカと日本の違いなのですか。下がっても、儲かる人が多いというような。

アメリカでは1%未満だったということで、それに対して、それほどないという報告がありましたね。これは、今いったように投資家が喜びそうというのは、下がる方ではなくて、上がる方ですね。先物指定がどうなのか知りませんが。

そこら辺は、現場感覚で余りお感じになりませんか。

神山 OBS 上がる方も下がる方も、機関投資家が注目している銘柄をカバーしたいというところだと思います。たしか数年前、アナリスト・ランキングのケースだと思いますけれども、断トツナンバーワンだった方というのは、ITバブルが崩壊するよというのをいち早く予見したところが、機関投資家から非常に評価を受けてナンバーワンになったと記憶していますし、今のご質問からいうと、鶏が先か卵が先かになるかと思うのですが、発行体の方は、カバーしてもらって時価総額を上げたいと思うのですが、時価総額があるのをカバーするのだという議論だと思います。(笑)

美濃口 OBS 戸田先生にご質問させていただきたいのですが、先ほど永井さんの方から、リサーチ・コストをだれが負担するのかというお話があったかと思いますが、先ほどのご報告の中で、取引所による負担の可能性とか、あるいは発行会社による負担の可能性とか、そういう議論がアメリカでありましたというご報告があったかと思うのです。

私、不勉強で、どういう議論になって、今どういう状況になっているのか、

おわかりになる範囲で教えていただけたらなと思ったのですが。

戸田委員 議論といいますか、いろいろな提案がアメリカではなされてきましたので、その一環ということではありますが、まず、取引所を通じてコストを負担した方がよかったのではないかというのは、最近みかけたものではペンシルバニア大学のスキール教授の書かれたものの中で言及されていたように思います。そうした提案というのは、結局のところ、セルサイド・アナリストが〔利益相反規制のもとで〕投資銀行部門からも補助を受けられない状況で、だれがコスト負担するのかということが問題になるところ、ちょうどアナリスト規制が始まったのがアメリカ経済の転換期であったということもあり、カバレッジされる銘柄が減っていつているという実態があり、そういった状況で一番よい負担の方式というのは、取引所の方で、最低限上場会社1社当たり1人のアナリストを調達して割り当てる、そしてその割当ては直接の利害関係者である発行会社の出す上場料等を財源として行うとをことにすれば、投資家にとってはどこの会社でも1人はアナリストがいるということで望ましいのではないかといったことだったように思います。それはもちろん実現しなかったわけですが。取引所の方で負担することで逆に悪影響が生じないか等については、特に分析を見つけておりませんが検討が必要であるところのように思います。

それから、発行会社が負担する、つまり発行会社とリサーチ・ブローカーとの間で契約をして、そのリサーチ・ブローカーの方でアナリストについてのマッチング・サービスを提供することによって、特定のアナリスト、これはブラインド方式ですのでどんな人がいいということを発行会社の方で指名はできないわけですが、アナリストをブラインド方式でマッチングさせて発行会社に割り当てるといような業態ができているようです。その代表的なものの1つは、Independent Research Networkという業者で、これは全米証券業協会とロイターの合併会社だったと思います。もう1つ National Research Exchangeというのは、ウォール・ストリートで長年活動した人がつくった会社であります、少なくともこれらの代表的な2社が存在して

いて、実際にどれほど発行会社はそのサービスを購入しているのか調べておらずよくわかりませんが、そういったものが2005年の後半にできてきているということでございます。このようなサービスが今後どうなってゆくのかよくわかりませんが、例の包括的和解との関係でもそういった業態を解釈としてSECも許可するに至ったといわれています。Independent Research Networkの設立時のプレス・リリースなどを見ますと、アメリカの上場会社でカバレッジを受けているのは3割とか4割とかのレベルであって、大量の会社が孤児株の銘柄であったりするということで、発行会社がコスト負担するサービスもニーズが高まっているのだといったことが指摘されていました。ただ、発行会社が自分でお金を払ってカバレッジを買う結果になるということがよいことなのかどうかという問題は何となく存在するようにも思えます。

美濃口 OBS 前提として、すべての上場会社にはアナリストがつくべきだという発想があって、そういう議論が出てきているということですね。

戸田委員 調べました範囲では、なぜそうなのかはよくわからなかったのですが。

中東委員 アメリカでは、四半期報告をやっても業績予測をしないということと、今のお話とは関係するのでしょうか。

アメリカの投資者がアナリストから知りたいことは、業績予測なのかなという気もするのですが、そうすると、日本では既にやっていることで、しかも発行会社そのものがやっているわけですから、アナリストの分析は特に要らないという話になるのかなという気もします。

戸田委員 たしかに業績予想の開示を発行会社がやらないから、アナリストが代替する必要があるということで、結局アナリストが全社をカバーする必要があるということなのかもしれません。

あるいは、規制者側で何か監査法人の改革のケースと同じようなことをアナリストの方でもやろうとしている可能性はあるようにも思えるのですが。いわゆる包括的合意の前にスピッツァー氏が提案しようとしていたのは、ア

ナリストを会計専門職と同じような独立のボードの監督のもとに置くといったことであったようでありますので。

森本共同会長 1ページの下にある上場会社のモニタリングなんかも、考慮の1つにしたいという背景があったということですね。

戸田委員 はい。そこから全社にカバレッジを及ぼそうという発想が生じるのかもしれませんが。

前田幹事 ご報告にございましたように、アナリストに利益相反関係がある場合の規律をどうするかが重要な問題だと思うのですけれども、この問題につきましては、アメリカでも日本でも、利益相反関係があるからといって情報提供をしてはいけないというのでは決してなく、利益相反関係があることを開示した上で情報提供しなさいというのがルール of the 基本的な姿だと思うのですね。

こういうルールの背景にある考え方は、利益相反関係がある場合には、確かに客観的な情報提供は期待できないかもしれないけれども、利益相反関係が開示されれば、投資者の方ではそれを割り引いて考えるだろうから、それは投資判断に重要な資料となるのであって、むしろ望ましいものである。プラスがあるので、積極的に情報提供をさせるのが望ましいという考え方によるのか。

あるいは全く逆に、本来ならそんなものはないにこしたことはないのだけれども、アナリストの活動をそう縛るのもよくないので、利益相反関係を開示させるなら、そう弊害もないだろうから、利益相反関係を開示させた上で情報提供を認めているのか。両方考え方があり得ると思うのですけれども、基本的な考え方としてはどう考えればよろしいのでしょうか。

戸田委員 先ほどの話とつながるのですが、利益相反規制を強化することによって、アナリストのための財源が減り、あるいは銘柄のカバレッジ数とかが減少するおそれがあるということが基本的な認識の前提ですので、仮に利益相反の場合には情報提供をしてはならないというルールになりますと、これはむしろカバレッジの減少に直結することになる可能性もあり、場合に

よってはだれもフォローしてない銘柄が続出する可能性もあるということ
は、1つの考慮としてあるかもしれないと考えています。

先生がおっしゃいました、利益相反の場合でも投資者のほうで割り引いて
考えることになるだろうという論調というのはたしかにアメリカにございま
す。私自身は投資者によっては利益相反の開示をしさえすればよいという
ルールが逆効果になりうるのではないかと懸念するわけですが、むし
ろ利益相反関係を開示させ〔てアナリスト情報を生産・提供させ〕る方が、
逆に市場の情報量がふえて良い結果になるのだという論調が強いように思わ
れます。

川口委員 違う観点なのですが、Regulation FD は、インサイダー取引と
関連づけて考えなくてもよいのではないかというご趣旨の話をされていたか
と思います。もっとも、現実には、Regulation FD を制定するときに、市
場の信頼性の確保という点が盛んに言われていたように思うのです。特に、
個人投資家との情報が余りにもアンバランスだと言われていました。

情報の格差があって、それを利用して儲ける人は儲けているというのが不
平等だというのが背景にあったように思います。そう考えますと、インサイ
ダー取引の段階で規制をすれば済む話ではないか。すなわち、情報を入手し
た者がインサイダー取引をしたところでつかまえばよいので、情報を伝達
するという段階でつかまえる必要はないのではないかとはいえませんか。

それをあえてここで規制をかけるというのは、アナリストを介した証券取
引はインサイダー取引規制をかけにくいということが背景にあるのかどう
か。すなわち、信認義務を介さないと、アメリカではなかなかつかまえにく
いということがあるので、例えばダークス事件なんかでは規制が外れるとい
うことがありましたね。そういうことが背景にあるのでしょうか。

戸田委員 まず最初に、選択的開示規制が、内部者取引規制と開示規制、ど
ちらに引き寄せて考えるべきものかということにつきましては、先生がご指
摘くださいましたように、選択的開示規制の導入に関するSECのリリース
自体が Selective Disclosure and Insider Trading といった題目で出さ

れていて、Rule 10 b 5 - 1 とかと一緒に公表されておりますので、関連性は極めて高いとは考えています。

ですので、内部者取引規制との関係で考えること自体は、私も正しい方向ではないかと思うわけですが、それとともに、選択的開示規制は13条のディスクロージャーの方からの規律として設計されているということも事実でありまして、あえて10bの規制としなかった理由は何かということも気になるところでございます。

ここではアナリストを内部者取引規制の対象としづらかったというのが、実際のところではないかと思うわけですが。特にダークス判決でも、そもそもSECですらアナリストの市場での機能の重要性を認めているのではないかということを最高裁は指摘していて、結果的にあのような判決になったという経緯があったように思いますので、今さらSECとして〔例えば法改正を経て〕アナリストを内部者取引規制の範囲に露骨に含めてくるというのは、もはやたどれない道だったのではないかというようにも思われます。

川口委員 10 b - 5の話にしなかったのは、改正を通しやすくするという政治的な話だという意見もあるようですね。民事責任に絡めると、相当な反対が生じますから。

黒沼委員 今の点なのですけれども、日本でもRegulation FDと同じようなものを導入すべきかどうかということも、ディスクロージャー・ワーキング・グループで一応議論の対象になったのですが、結論が出なかったのですね。

その理由は、最後の方で、インサイダー取引規制が厳しいから要らないのだという見方もあるというご説明でしたけれども、むしろ日本のインサイダー取引規制では、アナリストは情報受領者になるので、アナリストの顧客は情報の第2次取得者となって、処罰の対象にはならないのですね。

それから、アナリストがその情報を加工して、情報そのものを伝えるのではなくて取引推奨をするということは、インサイダー取引規制の禁止の対象になっていませんので、少なくとも、インサイダー取引規制が厳しいから要

らないという見方はしていなかったと思います。

むしろ問題となるのは、取引所の適時開示規則が厳しいので、これが厳密に執行されていれば、選択的開示というのはあり得ないのですね。選択的開示をした情報が重要な情報であれば、選択的開示をした時点で、それは適時開示規則違反になってしまうはずなので、そことの関係をどう見るかという問題があったと思います。

ただし、Regulation FD を日本で入れるのであれば、これは罰則付きのルールではなくて、恐らく行政規制、先ほどいわれたように、開示の一環としての行政ルールとして入れるのが適切だと思うのですが、そうであれば、罰則のついているインサイダー取引規制と、取引所の自主ルールによる適時開示規則の中間に位置するものとして入れることは可能だったのではないかと思います。ただし、そういうルールが、開示についての訂正報告書の提出命令とか、そういう行政処分はありますけれども、それ以外には特に現行の証取法にはないと思いますので、入れにくいという側面はあったように思います。

戸田委員 ありがとうございます。すこしお尋ねしてよろしいでしょうか。その関係で、適時開示規制が厳格であれば、選択的開示規制が緩くていいといえますか、要らなくなるという考え方は、情報の重要性概念についてどういった理解をしているのか気になるのですが。

黒沼委員 いずれにせよ、重要な情報が対象になるわけですね。

戸田委員 適時開示ルールが、例えば重要性というものを一般的な定義をする形にされている場合、つまり、本日のご報告の中では〔報告メモ6頁「継続的情報開示のあり方と証券アナリスト」の〕（1）の類型に当たる規制方式のもとでかなり厳格に適時開示規制が適用されているという状況があるとしますと、そこでは、その重要性の定義に当てはまる情報というのが変わるといえますか、どの情報が株価に影響を及ぼす情報か、あるいは合理的な投資判断に用いられる情報かというのが変わってくるということはないのでしょうか。

その関係で、選択的開示規制が、そのすき間で機能するという余地は出てこないのでしょうか。例えば〔上記の〕（１）型の規制のもとで相補的なものとして選択的開示規制を入れるという法域はあるように思うのですが、
森本共同会長 典型的な例としてお考えなのはどういうものですか。

戸田委員 典型的な例としては……。

黒沼委員 （１）はEUがそうですね。法律によって適時開示を強制するけれども、会社に秘密保持の利益がある場合には開示しなくていい。ただし、選択的に開示した場合には開示しなければいけない。そういうルールの方ですよね。

ところが、日本の取引所のルールでは、会社利益があるときでも開示しなければいけないというルールになっているので、選択的開示が入るすき間がないのではないかという問題なのですね。

重要性についておっしゃったことは、もう１つ理解できないところがあるのですけれども、適時開示規則の場合には、重要性のいかんにかかわらず開示が必要だというご理解ですか。適時開示で必要とされる重要性和、法律上のルールによる重要性の概念が違っている、そういうご理解ですか。

戸田委員 つまり、選択的開示規制の規制対象情報と、適時開示規制の対象情報との重要性の評価の度合いを変えることによって、（１）型の規制でも両者が並存するようにつくることができるということになるのですか。

黒沼委員 もう少し具体的にいただけるとありがたいのですが。

戸田委員 開示が同じレベルの情報であれば、選択的開示規制というのは要らないというのが、先生の最初のご趣旨ですか。

黒沼委員 そうですね。選択的な開示であれば、重要性が低い情報であっても公表しなければいけない。そういうルールを入れるということですね。

戸田委員 さきほど先生がおっしゃっていましたように私が抽象的なことを申ししてしまったので、今の話はちょっと変なようになってしましまして、申しわけありません。

森本共同会長 例えば具体的にこんなのがそうだといわれるとわかりやすい

のですが。

戸田委員 例えば、アメリカではガイダンスが重要な情報だという理解のもとで Regulation FD が出てきたのだとしますと、日本で業績予想を発行会社が開示しているという状況でも、その開示の前にガイダンス的なものはあり得るように思うのです。文献によっては、四半期終了して業績予想の開示の前に半導体では幾らかという感じだといった情報を示してゆくことがあるという記述もありまして、そのような事態が存在しているとすると、そこに選択的開示規制の対象情報を認識することはできるのではないか、あるいはできないのか。そういったことが若干気になりましたもので、本当にこの2つというのは排斥し合う、つまり選択的開示規制と適時開示ルールというのは並存できないものなのかどうかということがちょっと気になったということでございます。

太田委員 今の戸田先生のお話で、我々が実務上よく悩む問題を例としてご紹介いたします。M&A で売り手がビッドないしオークションを行うことがあります。この場合、買い手が、ビッドで何社も買い手に出ていて、non-binding でビッドに応募してますという状況がままあるのですが、この場合、あくまで non-binding なので、機関決定は別に正式なものはありませんし、法的には拘束されないので、買い手会社がビッドに応募してますということはタイムリー・ディスクロージャーのルールには載ってこない。

例えば、ビッドに応募していて、もしビッドで競り落とせば、シナジーがあつて株価が上がるという状況が仮にあったとします。でも、プロセスの中に入っているだけで、法的には non-binding でしかない。こういう状況で、特定のアナリストの人に、このビッドに参加していて競り落とせるかもしれませんということを選択的に開示したりすれば、何らかの選択的情報開示の問題が出てくるのかな、と思います。

このように、タイムリー・ディスクロージャーは必ずしも要求されない、その前段階でも、選択的開示がされれば株価に影響を及ぼすような事態というのは結構起こり得ると思うのですが、そういう問題はどのように考えれば

よいのでしょうか。

黒沼委員 そういうことがあるのはよくわかります。アメリカでも、交渉中の合併についての情報が重要でないのか、それとも、重要だけれども開示義務がないのかといったことが、判例でも議論の対象になっていたわけですが、理論的に見れば、投資判断に影響を及ぼすものである以上は重要なのだらうと思うのですね。ですから、あとは開示義務のレベルで決着をつけるしかないので、重要性のみを基準とするような適時開示規則だと全部載ってしまうおそれがあるのですね。そこは1つの問題なので、そこを切り離して、間に選択的開示規制を入れることは十分あり得る話だと思います。

森本共同会長 戸田さんのご報告ではある程度そういうバッファというか、グレー・ゾーンを置いておいた方がいいだろうということですか。しゃべれば、公表しろということになるのかな。そういう選択的開示規制ですか。

戸田委員 重要性を流動的なものとみて最初はそのように考えていました。

森本共同会長 とりわけ、アメリカと違って、日本の場合は構成要件ががちがちですからね。

中東委員 日米の相違ということで、戸田先生のご報告された中の投資銀行部門との関係について伺います。最初の永井さんのご説明を伺いますと、アメリカほど問題はないというよりは、引受業務そのものは変わらないのでしようけれども、投資銀行部門でも、これから一段とM&Aが活発になってくると、分離をきちんとする必要があるということを前提に、実務は対応なさっているということなのかと思います。そうすると、別にバックグラウンドが日米で違っているということではないのかとも思うのですが、そのあたりをお教えいただければと思います。

戸田委員 アメリカで投資銀行部門との遮断が行われた時期との関係で、既にアメリカの規制の内容を、日本でも先取りして実施している例が多いのではないかと思います。その結果、投資銀行部門との関係での問題が現在はいらないという可能性が、まず1つあり得るところでございます。一部の文献では、やはり投資銀行とリサーチ部門との連携というのは現実には日本

では実態化していなかったとの指摘もあるのですが、今から見ますと、アメリカ型の規制が事実上導入されている状況を観察してしまうのかなとも思ひまして、ちょっとご報告での整理の仕方がよくなかったと反省しています。

青木委員 山田先生のご論文で、ちょうど今おっしゃったアメリカの部分、43 ページのところなのですが、2002 年のころに、15 D 条を受けて、N A S D と証券取引所規則をつくったとあります。

私、読んでいきまして1つわからなかったところは、遮断というのがどの程度だろうということです。先ほど永井さんがおっしゃったような、はっきりグレーリストみたいに、ディーリング部門とアンダーライティング部門とを切るみたいな、そこまで強力な遮断なのか、そうではなくて、ここに書いてあるルールというのは、露骨な影響力がなければいいという程度のものなのか。

それから、今の例にあったのは、引受部門との関係のような非常にわかりやすい例なのですが、会社の方針として、例えば「さあ、これからうちはB R I C s でいこう」、それで、リサーチ部門に、「どんどん書いてくれ」といっているという場合はどうでしょうか。書く人たちは、98%だから好意的なレポートを書くという人たちだから、ずらっとそのことに好意的なレポートが集中してしまう。大量推奨的な状況になる。そういう形での本体とアナリスト部門との関係が問題だというような議論というのは、およそないのでしょうか。本当はそれが一番問題ではないかと思います

これについて、山田先生もどうですか。

戸田委員 遮断の例として文献で重視されていますのは、自主規制レベルでは、報酬の連動性の切断、アナリストの営業活動への関与の排除、人事的な面で投資銀行部門が介入してくることを禁止などがありますので、今先生がおっしゃったところ、とくに後半のところだと思うのですが、会社の方針としてというものの評価については今のところよく勉強することができておりませんので、また勉強してみたいと考えます。〔付記：自主規制のレベルで

は各種の規律の総合としてどのような帰結が社内に生じるかということ、場合ごとに考えるほかないのではないかと今のところ考えておりますが、さらに整理してみたいと思います。なお、包括的合意での部門間遮断は自主規制よりも強く要求されている面があります。]

森本共同会長 山田さん、何か。

山田委員 今回の研究会での議論が私の論文の結論とは逆の方向に行ってしまったようで、恐縮ですが、あえて批判を覚悟で申し上げますと、アメリカで、エンロンないしワールドコムが、企業業績を不正に操作をして公表した。そのときに、日本では発行会社が業績予想をするけれども、アメリカでは基本的にそれをしない。エンロンなりワールドコムの業績が伸びるかということ、実際にだれが喧伝をしたのかということ、これは独立系も含めたアナリストである。

独立であったはずなのに、そこで何らかの不正があったのではないか。これが従来の証券取引所、SEC自主規制という流れではなくて、司法当局からこのような指摘を受けたというところが、今回といいますか、2003年の事件では特徴的ではなかったか。

そういうように考えますと、日本では、アメリカよりも独立系のアナリストは少ない。そういう中で、先ほどカバレッジを何社にするかというのは、当然これは発行会社として非常に大きなインセンティブになる。であれば、そこに利益相反の可能性というのは多少なりとも出てくるのかなということ、この論文の延長線上の考え方でいけば、少し考えたわけなのであります。

日本では、例えばランキングとか、アナリストのレポートが信頼できるという担保がどの程度あって、それで果たして十分なのかどうか。あとアメリカでは、独立系のアナリストは、独立して報酬をもらって、それが非常に高額になってきたというところがあるのかなという感じはするのです。

非常に雑駁といいますか、大変失礼なことをいって申しわけないのですが、日本ではそのような状況がどうなっているのか、お聞かせいただければと思います。

永井 OBS 以前は投資銀行部門で、発行会社の資金調達にかかわるところに、専業のアナリストがいたわけではありません。

要は、担当者レベルがいろんな資金調達をアドバイスする過程の葉かで、チャイニーズ・ウォールという規制下、企業再編、買収あるいはM&Aのアドバイスをしていました。この場面でアナリストを使うようになってきたのは、比較的最近の事象という気がいたします。

インベストメント・バンキングサイドのアナリストという職種は、10年ぐらいですかね、多分そのぐらいの歴史しか日本にはないような気がします。

アメリカでは、アナリストがそういう分野に参加し、それがいろいろなプレゼンテーションなり、資金調達のアドバイスに直接かかわっていたと思いますが、日本では未分化だったので、それほどの問題にはならなかったような気がします。むしろチャイニーズ・ウォールで規制して、資金調達サイドと、営業のセルサイドとの分離を行うことで賄っていたのではないかというのが正直な感想です。

浅場 OBS 1点補足しますと、永井さんが今おっしゃった文脈に絡むのですが、日本では、リサーチ部門やアナリストの成り立ちは、M & Aアドバイザー等の投資銀行部門の成り立ちとかなり異なっていると考えられます。したがって、連携とか何とかというのは、沿革的に、アメリカとはかなり事情が違ってくるわけです。

当時 2002 年から 2003 年ぐらいですか、アナリスト規制に関する NASD のルールが変わって、直輸入的に日本にもそういうルールが入ってきたときに感じましたのは、これは非常にアメリカ的なルールだということです。特に利益相反に関し、これは銀行系の証券会社では日々その対応に頭が痛いところなのですが、一般的には利益相反的状况というのは、アメリカのアナリスト規制が想定しているもの以外にも様々なパターンが考えられます。そういう日本の状況において、このアナリスト規制の部分だけ、アメリカ型の詳細なルールができ上がっていく感じがしまして、何となく不思議だなという違和感を当時覚えたように思います。

桑原 OBS おっしゃるとおりで、証券会社の方で、仲が悪いのではないのですけど、売る側はお客さんの方を見てますから、安く売りたい。片方で、仕入れる側は高くした方がコミッションが高いとかで、その辺の会社の中でも既に要望が違って、アナリストというのはどこにいいのかというと、もともとが売る側の方にいましたから、完全にそっちを引き込んでくるという分化ではなかったところで、あと引受業務なり何なりが、そういう調達業務のところも、比較的中立的な立場でそういったものやっていこうという形でやっていたと思いますので、そういう意味では、余り利益相反を発生しないような形で業務が行われていたというのが実態ではないかなと思いますけど。

山田委員 アメリカの文献を見ていて思いましたのは、「アナリスト」という言葉の定義の違いといいますか、日本では証券アナリストというと、アナリスト協会の検定協会の方というのが一般的だと思いますけれども、アメリカの文献ではいろいろな文脈で「アナリスト」という言葉が出てきて、「リサーチ・アナリスト」とか、あとは「コンサルティング・アナリスト」とか、それで最終的に登録するかどうかというところで規制をしようかという議論があったと思います。

日本では、日本の証券アナリストというのは、今のところアナリスト協会に加盟されている方を指すということかなと思いますけれども、実際上は自主団体である。その点で、果たして本当に法律的な規制が妥当なのかどうかということは、確かに初めから思っております。しかし、例えばファイナンシャル・プランナーは、初めは民間の団体だったのが、後から公的な資格になった。いずれそういう方向になると、例えばある程度証券アナリストに法的規制をかけた方がいいのか。それとも戸田先生がおっしゃるように、情報規制というところをしっかりとしていけば、このような問題はそれほど重要ではないのではないか。

その辺、戸田先生、何かご指摘いただけますと幸いです。。

戸田委員 私も、はじめからアナリスト自体の規制を大してやらなくてもいい

いという前提で考えていたというわけではございません。先ほどの、どういった場合に投資銀行部門との分離ができているのかということとも関連しますが、利益相反規制といいましても、インディペンデンスなどの定義の問題があり、どこまでの範囲が真に規制に値するものなのかがよくわからないところがありました。それから個人投資家との関係で考えれば、むしろ、スピッツァー氏の発言などを見ますと、アナリストはスモール・インベスターをだましているのをそれを救済するためにこれらの規制を設けたのだといわれていますが、部門間を遮断するとか、利益相反状況の開示とかによって、レーティングというものの自体が大して信用されていなかったにもかかわらず今度は逆に規制を利用してその信頼性を高める方向に持っていく、それによって株価のレーティングをもとに個人投資家に投資をさせていくというようなあり方が本当によいものか、よくわからなかったわけでございまして、結局は利益相反に関する規制をただちに積極的に評価するには躊躇した次第でございます。結局、情報規制の方といいますか、もちろん別にこれは利益相反規制の代替でもないわけですが、アメリカの仕組みのなかでは選択的開示規制を重視すべきではないかなと考えておりました。

ちょっとお答えになっているかどうか、わからないのですけれども。

川口委員 実務とは少し離れた話で恐縮なのですが、アメリカでは、効率性市場仮説が言われていますし、それを全面的に支持する人は余りいないのかもしれませんが、情報が出た段階では瞬時にかつ適正に価格に反映するという考え方をする人は多いと思うのです。そのためには、選択的開示とそれにもとづく専門家としてのアナリストの分析が不可欠である、という人もいますが、この点はいかがですか。言い換えますと、選択的開示には、効率性市場仮説の前提になっているということなのですが。

戸田委員 結局 Regulation FD の導入によって……。

川口委員 素人である一般投資家の注文も同時に入ってしまうことが、適正な価格形成を阻害するのではないかという考えかと思います（Notes, Regulation Fair Disclosure : The Death of the Efficient Capital Market

Hypothesis and the Birth of Herd Behavior, 82 B.U.L.Rev.527(2002)参照)。

戸田委員 恐らく情報量、情報環境が、規制の導入の前後でネガティブな方向に動いていないという分析のもとでは……。いえ、これをその話とどのようリンクすればいいのかわからないのですけれども、もうすこし考えてみたいと思います。

黒沼委員 川口さんがおっしゃられたことであれば、アナリストへの選択的な情報開示により、機関投資家が先に取引を行った時点で株価が変動することになります。効率的市場仮説のセミストロングの検証では、例えば会社が事実を公表してから瞬時に株価が変動するかどうかということをはかるわけですが、公表前に変動してしまっていれば、公表した後は変動しないので、効率的という結果は出てこないはずなのですね。

ですから、選択的情報開示が行われていたから効率性が維持されていたというのは少し違うのではないかと。むしろ問題は、選択的开示を禁止したときに、戸田さんもいいかけたように、アナリストなどが生産する情報量が減って、それが市場の効率性にどういう影響を与えるかということの方が問題なのではないかなと思います。

川口委員 選択的開示自体が公表ではないのですか。

黒沼委員 いや、正式な公表はもっと後でやるのですから。

川口委員 選択的開示の段階でもう価格が決まっているということを問題にしているのではないのでしょうか。その段階で一般投資家の判断が入っては公正な価格形成に影響がある……。

黒沼委員 選択的開示によって先に取引が行われていけば、その時点で変動しているはずですね。だから、正式開示のときはもう動かない。それよりも前に変動していれば、それはセミストロングではなくて、ストロングフォームという話になる。

森本共同会長 重要性の判断の基準が出てくると、いよいよ後がなくなるなということになります。

黒沼委員 実際には、選択的開示の段階では、重要事実そのものが伝達され

るというわけではなくて、それ以外のものが含まれるでしょうから、なかなか今みたいに厳密に分けて考えることはできないのだろうとは思いますが、私も。

森本共同会長 そろそろ整理した方がいいと思うのですが、松尾さんから一言お願いできますか。ちょうど1年前のワーキング・グループの報告に、2、3カ所アナリストの話があって、特に資料1の7ページと12ページから13ページにかけて、こういう記述があったという指摘があったのですが、この報告では、アナリスト協会や日本証券業協会がきちんとしてくださいで、そういった作業なのですが、何かここら辺のところ、現時点で何か少しコメントしていただけますか。

松尾 OBS 私は、アナリストの問題に関与した経験があります。IOSCO（証券監督者国際機構）が2003年9月に「セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則」をとりまとめました。日本では、アメリカでエンロン事件を契機としてアナリストの問題が取り上げられるよりも早い段階で、証券業協会の自主規制として、「アナリスト・レポートの取扱い等について」という理事会決議がなされています（平成14年1月）。IOSCOの原則を受けて、16年3月に理事会決議が大幅に改正されています。私は、証券業協会のワーキング・グループにオブザーバーとして参加していました。特に議論があったのが、投資銀行業務との利益相反を防止する観点から、セールスピッチとロードショーを禁止することだったと記憶しています。

また、証券取引等監視委員会が証券会社の検査結果に基づいて平成15年12月16日に建議をしまして、この建議を受けて、理事会決議では、証券会社に所属しない外部アナリストについても、規制をしています。

金融審議会第一部会のディスクロージャー・ワーキング・グループ報告についてですが、証券アナリストの中立性確保のための規制の仕方としては、法令上の規制をする方法もあるとは思いますが、日本では、特に投資銀行部門との関係でそれほど大きな問題が起きているわけではないということもあり、法令上の規制とするまでの必要性はないのではないか。仮に法

令上の規制にする場合には例えば証券会社の禁止行為という形でかえって抽象的なものになってしまいますので、むしろ証券業協会の理事会決議の方がかなり詳細に規定し、かつ執行をしっかりとできるように明確なものになっているということだろうと思います。

フェア・ディスクロージャー（公正な情報開示）については、国際的にIOSCOでもフェア・ディスクロージャーを原則とする考え方が示されていますが、重要事実であれば当然適時開示されることになるので、証券取引所の適時開示の徹底等を図っていくべきではないか、またかえって企業が情報開示に過度に消極的になるのではないかということから、特段の法令上の規制を導入しなかったのではないかと記憶しています。

森本共同会長 そういうことで、日本では証券業協会、しっかりしていただきたいということになっているのですが、何かほかに。

山田委員 恐縮ですが、アナリストの推奨を巡る民事責任に関しお伺いしたいと思います。特にアメリカ並みにいろいろな問題が起きた場合に、推奨しました、買いました。ところが、意図的でなければいいと思うのですが、意図的な情報操作があって、その結果、最終的には個人投資家が被害が出ましたということになると、かなり難しいとは思いますが、仮に民事責任の問題があるとする、どのような方向性で考えていったらいいのかということをご教示いただければと思いますが。

松尾 OBS 証取法、また金融商品取引法でもそうなのですが、特にアナリストについては位置づけをしておりませんので、一般的な不法行為責任で対応するということになろうと思います。

一方、証券会社が、例えばお客さんに販売する際に、アナリストのレポートを使って販売したという場合に、今回、金融商品販売法を抜本的に変えますので、事案にもよりますが、説明義務違反になる、あるいは断定的判断の提供等の禁止違反になる場合には、金販法の無過失損害賠償責任を活用できることになります。

森本共同会長 金融商品取引法については、また次回のラウンドで議論する

ことになるかと思いますが、きょうの話は、こういうことでよろしいでしょうか。

では、戸田さん、ありがとうございました。

証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制

本稿の目的

- * 米国の事情を参考とし証券アナリストの規制の一部を検討する
- * 情報開示制度等との関係における証券アナリストの位置づけの整理
- * 我が国における証券アナリスト規制のあり方に関する部分的な検討

証券アナリストの意義

証券アナリスト(狭義)

上場企業の企業内容の調査・分析(証券分析)および投資者に対する投資情報の提供
を行う専門職(証券リサーチ・アナリスト)

セルサイド・アナリスト: 証券会社・証券会社系調査機関に所属、顧客投資者向けの情報提供

- * 担当セクターの細分化(高度の専門性)

バイサイド・アナリスト: 機関投資家に所属、ファンド・マネジャーへの情報提供・投資銘柄選定

- * バイサイド・アナリストが現実の投資意思決定に近接

アナリスト情報の社会的有用性の評価

情報の単なる消費(享乐的利用等)の存在

上場会社におけるエージェンシー・コストの軽減

アナリスト情報の利用者への収益機会の提供

- * 予言の自己成就という側面があるとしてもそれだけでなく顧客への私的情報の提供が行われている
- * アナリスト情報に基づく収益機会のアナリスト側(顧客・所属機関およびアナリスト自身)による完全な費消が困難である
- * 二次的利用者にも収益機会を提供しうる(同一情報の後発報道等による広汎な流布により株価の変動が生じることがある)

投資リサーチの重複的発生は無駄か(過剰供給の容認?)

リサーチ・コストの調達・補填の必要性(過少供給の防止の要請?)

証券アナリストの役割

- * 情報の入手・生産・配布: 業績予想、目標株価、株価レーティング、レポートの作成・発行
→投資者の投資判断への活用、情報の消費
- 【* 上場会社のモニタリング →エージェンシー・コストの軽減】

利害関係者の多様性

- * 発行会社、その株主一般、取引所、社会一般
- * 発行会社の経営者
- * 所属証券会社
 - ブローカレッジ部門
 - 投資銀行部門 (IPO 等資金調達、M & A等コンサルティング)
- * 機関投資家・ファンドマネジャー・バイサイドアナリスト
- * 個人投資家

リサーチ・コスト(ないしアナリスト報酬)のあり方

- * 顧客の委託売買手数料への包摂 (ソフトダラー方式)
 - ブローカー・ポイント方式への移行
- * 投資銀行部門の業績との連動性の問題
- * 代替的方策
 - * 顧客のハードダラー (的) 方式による負担
 - Cf. 企業年金連合会「年金資産運用の基本方針」
 - * 全受益者による負担の困難性
 - * 取引所 (上場料等) による負担の可能性
 - * 発行会社による直接負担 (カバレッジの購入) の当否

情報の移動のあり方

- * 発行会社の経営者⇄アナリスト: IR、選択的開示問題、見返り情報 (競合社情報等)
- * 投資銀行部門⇄アナリスト: バイアス問題、部門業務の意思決定への利用、M&A 情報
- * ブローカレッジ部門⇄アナリスト: バイアス問題、部門業務の意思決定への利用
- * 機関投資家⇄アナリスト: レーティング等の客観性・正確化、行動の同調性?
- * アナリスト→個人投資家: 二次的利用、メディアでの著名人

利益相反問題—とくに株価レーティングをめぐる—

アナリストによる株価レーティングの実態(90年代の米国)

バイアスの常在と過度の楽観性

- * ほとんどが買いまたは強い買い推奨で、売りまたは強い売り推奨は1%未満
- * 個人的判断とレーティングとの乖離
 - ←アナリストはレーティングや業績予想のカバレッジを決める際に自らが(真に)ポジティブな評価をしている銘柄を選ぶ傾向がある？

アナリストの利益相反問題の「公知」性

- * 利益相反の存在とその帰結はWSJ等の報道やSECの警告により90年代後半には投資者にとって公知の事実ともいえた状況
 - ←ただし、アナリスト情報の利用者層が個人投資者へ拡大

アナリストによるレーティングに対する投資者の反応

アナリスト情報に対するディスカウントの存在

- * ブローカーに属するアナリストのポジティブな推奨はディスカウントされる
- * インハウスのバイサイド・アナリストを十分有する機関投資家はセルサイド・アナリストによるレーティングを重視しない、大半のファンド・マネジャーは参考程度に利用
- * 小規模機関投資家はセルサイドのレーティングに比較的依存

個人投資家のアナリスト情報への信頼

- * 個人投資家の合理的行動としてのレーティングへの信頼(アナリストによるレーティングがともかくも入手可能な最善の情報であり、それに依拠した行動は合理的であったとの見方)
- * 投資者の不合理な行動としてのレーティングへの信頼(利益相反についての警鐘の過小評価、アナリスト調査の独立性・信頼性についての妄信、利益相反の影響度の斟酌についての自信過剰)
- * ただし個人投資家でも投資経験等の面で洗練された層ではアナリスト情報に対する信頼は高いとはいえない可能性があり、むしろ発行会社の公的チャネルからの情報が重視される傾向もある

アナリストの独立性・中立性の要請

- ←前提として企業内容の分析の複雑困難性・多様性

利益相反の不可避性

自己の評判保持の誘因、バイサイドによるコントロールの可能性

法的介入の必要性

投資者の信頼の合理化のための介入？

- * 適切な保護の方法の有無
- * 注意喚起、投資者教育、資格要件の設定等により投資者のバイアスの矯正？
- * 規制者(当局)の無謬性への疑問
- * 投資判断に対する市場による自浄作用(規律づけ)

利益相反への対応としての情報開示義務の有効性

構造的規制措置の問題

選択的開示の問題

発行会社とアナリストとの関係

カバレッジの維持、レーティング、開示・IRの優良度公表等によるアナリストからの圧力

→ アナリストへの選択的情報提供

- * バイサイド・アナリストも個別の訪問取材を実施(機関投資家の影響力増大により選択的開示の要求圧力はセルサイドからのものよりむしろ高い可能性)
- * 業績予想に関するガイダンスの慣行:アナリスト予想と発行会社側の情報との乖離回避(予想の信頼性の面でアナリストに有利、株価形成上会社にも有利)
- * あえて悲観的なアナリスト情報を発行することにより発行会社からの情報提供を増大させる戦略も可能。たとえばレーティングをネガティブに変更することによる信頼関係の毀損を回避しつつ、レーティングではなく業績予想等を悲観的なものにすれば、発行会社(経営者)が市場へのネガティブなサプライズを避けるため(あるいはポジティブなサプライズを期待して)悲観的予想を一応容認するかが、発行会社との関係を害することなく発行会社からアナリストへの積極的な選択的情報提供が行われる状況を作ることが可能となる
- * アナリスト(機関投資家)へのコミットメント(「所信表明」)の提供手段

なお、我が国の決算短信での予想情報についてもコミットメント性の指摘

→ 非効率な経営行動や不正会計をひきおこす可能性があり、米国でもアナリストの予想を下回ることによりネガティブなサプライズを回避する手段としてアナリストへの選択的開示としてのガイダンスまたは/および利益管理(Earnings Management)の実施が行われるものと考えられている。米国ではこのうちガイダンスの手法が優勢であった可能性が指摘されている。これらのことは、仮にガイダンスが実施されていない(あるいは許されない)とすると利益管理が(ガイダンスにかわる規制対象外の未公開情報のアナリストへの提供とともに)その代替となることを示唆するかもしれない

→ 発行会社の経営への影響力の増加、コスト増

会社情報(ガイダンスを含む)へのアクセスのコントロール等(→アナリストのパフォーマンス評価に影響)による発行会社からの圧力

→ 他社・業界情報の提供、ポジティブなレーティングの付与・維持

- * セルサイド・アナリストのカバレッジの一般的低下傾向等のため、発行会社のIR上バイサイド・アナリストへの接触ニーズが増加している可能性

選択的開示規制の効果

- * 情報の質・量とも低下したとの指摘
- * 大半の会社が業績予想を公表するようになり、ワン・オン・ワン・ミーティングは減少せず(発行会社側は収益情報について提供に慎重となる傾向)、インターネットでの情報提供が増加したといった変化が指摘されており、概して、**Regulation FD**の導入により企業が自発的に公表する情報の量が増大したことについては大きな異論はない。ただその他の側面について見方が分かれる。
- * 総合して米国企業の環境にほとんど影響を及ぼしていないとの見方もあり、実際に大企業では情報チャネルについて変化があったほか不利な影響はなかったとされるが、他方で、規制導入前アナリストのカバレッジが多少あった程度の小規模上場企業ではカバレッジの減少・喪失があり資本コストの上昇がもたらされたことが示唆されている。
- * 小規模企業ではアナリストがカバレッジ銘柄とするのに割りが合わないことからアナリストに選択的開示を行うことでアナリストのカバレッジを促進する必要性がある旨が法学文献でも指摘されていた。ただしこのことから **Regulation FD** が意図せざる副作用を生む無用の規制であったと考えることは出来ないのではないか。選択的開示の「不公正さ」は、投資者層の拡大とともに認識されるに至るのだとすると、投資者層が小さくアナリストのカバレッジの小さい企業については認識される不公正の程度が大企業のレベルに達していないとも考えられる。そうすると公正の観点からも、平均的には投資者ベースの比較的大きな上場企業を前提として、小規模上場企業のコストにもかかわらず、市場の情報量の増大と不公正の除去を目的とする規制を導入することは正当化されるように思われる。

情報開示制度等との関係における証券アナリストの位置づけ

強制情報開示（流通市場）と証券アナリスト

情報開示の制度的確立

- 証券プロフェッショナルによる情報生産・入手・正確性検証・配布のコストの削減
（小規模投資者の公正な保護の前提条件）
- 専門職としての証券アナリストの成立

反詐欺規定（内部者取引規制）と証券アナリスト

開示または断念ルールの確立（60年代→80年代）

- 情報平等論の事実上の否定、**Dirks** 判決によるアナリストの役割の承認
重要情報の開示時期についての発行会社（内部者）の裁量の付与
企業内容情報（未公開内部情報）に関する最優位者の取引の排除
- 証券プロフェッショナルの情報優位の確立
（小規模投資者の公正な保護の要請）

継続的信息開示のあり方と証券アナリスト

- (1)重要情報の開示強制原則による一元的規制（法→取引所ルール）
 - (2)開示規制・反詐欺法および取引所ルールによる二元的規制
 - (3)開示規制・内部者取引ルールおよび取引所ルールによる二元的規制
 - (4)その他
 - * **Form 8-K** の改正（2004）←リアルタイム開示（SOX § 409）
 - * **Regulation FD**（2000）
- 強制情報開示の拡大（Periodic →Continuous/Ongoing）
- 「重要性」（未公開重要情報）判断の重要性の増大
- *「重要性」判断におけるアナリストの位置づけ

今日の証券規制からみた証券アナリストの位置づけ・役割

広範な規制による事実上の助成をえたプロフェッショナルの情報仲介部門
強制情報開示の進展によりアナリストの役割の重要性が増幅
証券規制の期待の下で確保された機能維持を理由に大幅な介入が正当化されうる

我が国におけるアナリストの中立性確保規制、選択的開示規制のあり方

日米の相違

アナリストの株価レーティング

買い推奨への偏りがみられるが米国ほどでないとの指摘

投資銀行部門との関係の問題はありうるとの指摘

業績予想のガイダンス

取引所規則による決算短信での業績予想等の開示の存在のため、米国のように問題とするほどの慣行は存在しないとの見方

* ガイダンスに相当するものの有無

* Regulation FD 以前の日本企業

* 発行会社のコミットメントとしての業績予想の問題

他の制度との関係

以 上

配付資料一覧

- 資料 1 金融審議会金融分科会第一部会「ディスクロージャー・ワーキング・グループ
報告—今後の開示制度のあり方について—」(平成 17 年 6 月 28 日) (抜粋)
(1,7,11-13 頁)
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050628_d1sir/02.pdf
- 2-1 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)
<http://www.jsda.or.jp/html/kisoku/pdf/c014.pdf>
- 2-2 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
の一部改正について <http://www.jsda.or.jp/html/gyouhou/0403/0106.pdf>
- 3 日本証券アナリスト協会『職業倫理を考えるために—ルールと参考資料』
「証券アナリスト職業行為基準」
<http://www.saa.or.jp/professional/skouei.html>
「証券アナリストの職業倫理を高めるために」
<http://www.saa.or.jp/professional/kiritsu.pdf>
- 4 山田剛志「証券アナリストへの法的規制—米国におけるサーベンス・オクス
リー法以後の動きを中心に—」月刊資本市場 No.226,34-46 頁(2004 年 6 月)
- 5 日本証券アナリスト協会「企業情報の選択的開示についての考え方—社団法人
日本証券アナリスト協会ディスクロージャー研究会の提言—」(2001 年 4
月) <http://www.saa.or.jp/research/kigyokaiji.pdf>

証券取引法研究会メンバー

(平成 18 年 6 月 1 日現在)

共同会長	江 頭 憲治郎	東京大学教授
〃	森 本 滋	京都大学教授
幹 事	神 田 秀 樹	東京大学教授
〃	前 田 雅 弘	京都大学教授
委 員	近 藤 光 男	神戸大学教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学教授
〃	神 作 裕 之	東京大学教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学教授
〃	藤 田 友 敬	東京大学教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学教授
〃	青 木 浩 子	千葉大学教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学助教授
〃	戸 田 暁	京都大学助教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	太 田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士
オブザーバー	松 尾 直 彦	金融庁総務企画局投資サービス法（仮称）

法令準備室長

〃	永 井 智 亮	野村証券執行役
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	神 山 正 文	日興コーディアル証券法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	坂 下 晃	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会エクイティ市場部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	美濃口 真 琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
〃	大 島 眞	証券保管振替機構業務部次長
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局長

(敬称略)

当研究所刊行の法律関係出版物

(金額は消費税込みです)

近年の証券規制を巡る諸問題

A5判 211頁 2,940円 送料290円(2004年11月)

証券取引法研究会編

市場改革の進展と証券規制の課題

A5判 219頁 3,045円 送料290円(2002年8月)

証券取引法研究会編

金融システム改革と証券取引制度

A5判 279頁 3,360円 送料340円(2000年6月)

証券取引法研究会編

欧米における証券取引制度の改革

A5判 253頁 3,360円 送料290円(1998年9月)

証券取引法研究会国際部会編

証券取引における自己責任原則と投資者保護

A5判 236頁 3,262円 送料290円(1996年6月)

証券取引法研究会国際部会編

コーポレート・ガバナンス

—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—

証券取引法研究会国際部会訳編

A5判 291頁 4,077円 送料340円(1994年12月)

ドイツ第四次資本市場振興法の概要

当研究所訳編

A5判 112頁 1,680円 送料210円(2005年2月)

外国証券関係法令集 (当研究所訳編)

イギリス 2000年金融サービス市場法

A5判 385頁 4,515円 送料290円(2001年3月)

ドイツ 証券取引法、取引所法、投資会社法、販売目論見書法、寄託法他

A5判 232頁 3,465円 送料290円(2002年1月)

証券取引法研究会研究記録 (証券取引法研究会編)

第1号 裁判外紛争処理制度の構築と問題点

第2号 システム障害と損失補償問題

第3号 会社法の大改正と証券規制への影響

第4号 証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)

第5号 EUにおける資本市場法の統合の動向—投資商品、証券業務の範囲を中心として—

B5判 110頁 525円 送料210円(2005年7月)

第6号 近時の企業情報開示を巡る課題—実効性確保の観点を中心に—

B5判 62頁 525円 送料210円(2005年7月)

第7号 プロ・アマ投資者の区分—金融商品・販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—

B5判 82頁 525円 送料210円(2005年9月)

第8号 目論見書制度の改革

B5判 112頁 525円 送料210円(2005年11月)

第9号 投資サービス法(仮称)について

B5判 102頁 525円 送料210円(2005年11月)

第10号 委任状勧誘に関する実務上の諸問題—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—

B5判 102頁 525円 送料210円(2005年11月)

第11号 集団投資スキームに関する規制について—組合型ファンドを中心に—

B5判 102頁 525円 送料210円(2005年12月)

第12号 証券仲介業

B5判 65頁 525円 送料210円(2006年3月)

第13号 敵対的買収に関する法規制

B5判 105頁 525円 送料210円(2006年5月)

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申込み下さい。
当研究所の出版物案内はホームページ <http://www.jsri.or.jp/> でご覧いただけます。

証券取引法研究会研究記録 第14号

証券アナリスト規制と

強制情報開示・不公正取引規制

平成18年7月15日

定価（本体500円＋税）

編 者 証 券 取 引 法 研 究 会
発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03（3669）0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>