

証券アナリストを取り巻く環境変化について

佐 賀 卓 雄

要 旨

アメリカ証券市場の基本的な市場運営哲学は情報開示制度であり、その徹底によって証券市場の効率性、公正性を高めようとするものである。しかし、言うまでもなく証券市場は不特定多数の投資家が参加することによって成り立っているから、その情報消化能力も一様ではない。年金基金、生命保険会社、あるいは投資信託のような機関投資家であれば自ら情報の収集、分析を行う能力がある。

これに対し、個人投資家は情報へのアクセスの手段は限られているのが現状である。ここで導管（conduit）として重要な役割を果たすのが、セルサイドの証券アナリストといわれる専門家である。彼らの役割は発行体や証券についての情報を収集、分析して、投資家に分かり易い形で提供することである。これによって、投資家間の情報格差が埋められ市場の効率性が高まり、競争条件が公平になることが期待されるのである。

しかし、仮に発行体あるいは証券アナリストの情報提供が一部の者に対してのみ優先してなされたり（選択的情報開示）、あるいは証券アナリストの提供する情報が偏ったものであるとすると、証券市場の効率性、公正性の維持に対して由々しい問題となるであろう。

そこから生じる弊害は、発行体との癒着、それによるアナリストの中立性に対する疑問であり、それは強いては投資家の証券市場に対する信頼を揺るがしかねない。SECがこの問題を重要視する理由である。

わが国でも、アメリカでの動きを受けて、（セルサイドの）アナリストの役割や業務に関心が高まっている。アナリストの組織、役割などがアメリカとは異なり同列には論じられない面も多い。しかし、証券市場の信頼性、効率性を高めることを目指す近年の金融システム改革の趣旨に沿うためにも、アナリストの地位を向上させ、その役割を強化する措置を講じることが必要であろう。

目 次

はじめに

- I. ネット・アナリストに対する批判の高まり
- II. 証券アナリストをめぐる利益相反問題
 1. 投資銀行部門、ブローカレッジ部門との関係
 2. アナリストの株式保有問題
 3. 株価レーティングの動向
- III. 公正開示規制の導入
- IV. 公正開示規制の内容
- V. 公正開示規制に対する反響と影響
 1. AIMR
 2. SIA
 3. アンガー SEC 委員の修正提案

はじめに

アメリカでは中央政府・地方自治体および企業の資金調達、機関投資家および個人の金融資産運用において、証券市場は極めて重要な役割を果たしている。それを支えているのは、1930年代のニューディール期に着手された連邦証券規制と、その後も着々と整備、強化されてきた高度な市場インフラである。

その基本的な市場運営哲学は情報開示であり、その徹底によって証券市場の効率性、公正性を高めようとするものである。しかし、言うまでもなく証券市場は不特定多数の投資家が参加することによって成り立っているから、その情報消化能力も一様ではない。年金基金、生命保険会社、あるいは投資信託のような機関投資家であれば自ら証券アナリストやファンド・マネージャーのような専門家を抱え、情報の収集、分析を行っている。

これに対して、情報・通信手段が目覚しく発展してきたとはいえ、個人投資家は情報へのアクセスの手段が限られているのが現状である。

VI. 証券アナリストの利益相反問題に対する証券業界、規制団体の動き

1. 議会の動き
2. SEC
3. NASD
4. AIMR
5. SIA

VII. わが国における動向

1. 日本証券業協会
2. 日本証券アナリスト協会

おわりに

ここで導管 (conduit) として重要な役割を果たすのが、セルサイドの証券アナリストといわれる専門家であり、彼らは大きくは証券会社に所属している者と、独立してそれを専門職としている者に分かれる。いずれの場合にも、彼らの役割は発行体や証券についての情報を収集、分析して、投資家に分かり易い形で提供することである。これによって、投資家間の情報格差が埋められ市場の効率性が高まり、競争条件が公平になることが期待されるのである。

しかし、仮に発行体あるいは証券アナリストの情報提供が一部の者に対してのみ優先してなされたり、あるいは証券アナリストの提供する情報が偏ったものであるとすると、証券市場の効率性、公正性の維持に対して由々しい問題となるであろう。

アメリカでは、近年、証券市場における情報提供のあり方をめぐって深刻な問題が提起されている。本稿では、(セルサイドの)証券アナリストの中立性の問題と、情報開示の公平性を目指した公正開示規制の導入をめぐる動きを検討する。また、このような動きを受けて、日本においても証券アナリストのあり方について関

心が高まり、関係団体による規制の動きがみられる。これらについても紹介、検討する。

I. ネット・アナリストに対する批判の高まり

アメリカでは、2000年4月中旬からのネット・バブルの崩壊とナスダックの株価急落を背景に、ネット株投資で損失を被った投資家が相次いで証券会社とそのアナリスト、あるいはネット企業に対して集団訴訟を起こしている。特に、「ネットの女王」の異名を冠せられ、強気の買い推奨を続けてきたモルガン・スタンレーのメアリー・ミーカー女史やメリルリンチのヘンリー・プロジット氏などのネット株担当の花形アナリストは格好のターゲットにされている。

このような動きに対しては、損失を被った投資家の集団ヒステリーのスケープゴートにされているだけとの見方もない訳ではない。しかし、アメリカの花形アナリストが投資銀行部門の一員として活動し、1千万ドル以上の高報酬をえている（ちなみに、メアリー・ミーカー女史の99年の年俸は1千5百万ドル、ヘンリー・プロジット氏は2千万ドルである）という構造を考えれば、典型的な利益相反問題の一つとして、その中立性が問題にされることは止むをえないだろう。

それに加え、今回はセルサイド（証券会社）のアナリストの株式保有、アナリストのモラルが問題にされている。その結果、2001年7月頃から一部の証券会社がアナリストの株式保有を禁止ないし制限する措置を採った他、議会、規制団体、証券アナリスト協会が、公聴会の開催、実態調査、倫理規範の制定に乗り出し、証

券業協会が2002年2月8日に規則提案を行い、コメントを勧誘している。

アメリカにおいては、証券アナリストの地位は第2次世界大戦後、機関投資家の成長を背景に向上し、職業として確立した。現在では、証券アナリストは、投資家に対して高度の投資情報、運用サービスを提供し、それによって資本市場の効率性を高める役割を果たしているという認識が定着している。それだけに、アナリストの推奨（recommendation）はバイアスがかかっており信用できないとなると、資本市場の効率性、公正性の枠組みを大きく揺るがしかねない事態になる。したがって、関係者もこの問題を深刻に受け止め、アナリストの中立性確保のために規則、行動基準、倫理規範の制定に取り組んだのであった。

II. 証券アナリストをめぐる利益相反問題

1. 投資銀行部門、ブローカレッジ部門との関係

証券アナリストの中立性が問題にされたのは、もちろん今回が初めてではない。歴史的には、調査部門と営業部門、投資銀行部門との間にチャイニーズ・ウォール（情報隔壁）が設けられ、調査部門の中立性を維持する措置が採られてきた。しかし、ミーカー女史のように、自分は投資銀行部門の一員であると主張してはばからないアナリストもあり、この措置が有効性を失っているのではないかという疑念が強まっている。

こうした傾向は過去20年間に投資銀行のマーケティング戦略が変化したことによるものだと

指摘されている¹⁾。つまり、過去には、引受業務の際の発行体のデュー・デリジェンス（審査）は投資銀行部門のスタッフが担当し、募集が終了した後で、アナリストがその銘柄をカバーするという体制になっていた。ところが、20年ほど前から、マーケティングとデュー・デリジェンスにアナリストを直接、参加させる傾向が強くなったため、チャイニーズ・ウォールが効果的でなくなったのである。1990年代のIPO（公開引受）についてのいくつかの研究は、約75%のCEO、CFOが引受主幹事証券を決める時に、調査部門のレベルとアナリストの評判が決定的な要因であると答えていることを明らかにしている。したがって、アナリストの報酬も市場での評判（これは毎年実施される *institutional investor* 誌の All-American Research Teams の投票が最も権威がある）と投資銀行業務からの収益にどれだけ貢献したかによって決まるといわれる。

また、これほど関連が明確ではないが、アナリストの報酬は彼がもたらす手数料収入にも依存する。機関投資家は、4半期あるいは年間の手数料を付加価値の高い調査を基準に各証券会社に配分している。

これが以前から問題にされていたアナリストの利益相反問題であるが、今回はこれに加えて広範囲な問題提起が行われている。2001年7月31日に行われた下院金融サービス委員会での第2回目の公聴会において、SECのローラ・アンガー（Laura S. Unger）委員は調査結果を踏まえて、（セルサイドの）アナリストが当面する4つの利益相反問題の可能性について指摘している²⁾。

それは、(1)顧客の確保。アナリストは所属する証券会社の引受業務のことを考慮してレポー

トを作成する傾向がある、(2)証券会社の利益。アナリストの好意的なレポートは売買注文と手数料収入を増加させる、(3)報酬。アナリストの給与とボーナスは所属証券会社の投資銀行業務の収益に左右される（大手証券会社はほとんどこの方式でアナリストの報酬を決定しているが、ウィリアム・ブレアー社のように顧客のあげた利益にリンクしている場合もある³⁾）、(4)株式保有。アナリストがカバーする銘柄を保有することは違法ではなく、実際に保有している場合が多い（2001年7月以降、いくつかの証券会社が担当銘柄の保有を禁止する措置を採っている）、である。

これらの点について補足しておく。まず第一に、アナリストがネガティブなレポートを書くと、所属の証券会社が対象になった企業の投資銀行業務から締め出される可能性が強いことは多くの業界関係者が証言している⁴⁾。少なくとも、アナリストが経営陣とのミーティングには呼ばれなくなる可能性が大きい。機関投資家はアナリストがそのような周囲の圧力の下でレーティングを行っていることを認識しているため、額面どおり受け取らないのが常識である⁵⁾。

第二に、繰り返しになるが、アナリストの営業活動が投資銀行部門の収益を左右することである。特に、ネット企業のIPOの場合、その企業の知名度が低いため、有名なアナリストの署名入りのレポートを求め、それによってIPOの主幹事を獲得するという例が珍しくないという。例えば、B2Bのソフトウェア会社であるアリバ社はIPOにあたって、モルガン・スタンレーに主幹事を任せる条件として、調査レポートにメアリー・ミーカー女史の署名を載せることを求めた。この結果、彼女は実際には執

筆していないのに共同執筆者として名前を連ねることになった⁶⁾。

このような事例は、ネット企業と証券会社の双方で、著名なアナリストによる推奨が IPO の際の公開価格に強い影響を及ぼすことが認識されているために採られる措置である。

2. アナリストの株式保有問題

もう一つの利益相反問題は、アナリストが担当企業の株式を保有していることから生じる。アメリカのほとんどの証券会社は、自社のアナリストが担当している企業の株式を保有することを認めている（表 1 を参照）。この慣行には賛否両論があるが、アナリストの判断の中立性に疑問を抱かせる根拠の一つになっている。

賛成論は、アナリストは自ら買い推奨のレーティングを行った銘柄を保有することによって、推奨に自信をもっていることを示すことができる一方、株価に影響を与えるほどの保有額ではないことをあげる。これに対して、反対論は、アナリストがカバーする銘柄を保有することはそのレーティングの客観性を疑問視させることになるし、また、その事実が投資家には知らされていないことが問題であると主張する。さらに、買い推奨した銘柄をすべて保有している訳ではない以上、やはりその投資行動が問題になると指摘する。

この議論は反対論の方にやや分がある。というのは、確かに一人のアナリストの買い推奨と、たとえその銘柄の保有が株価に影響を与えないほど微々たるものであるにしても、そのアナリストがバジット氏やミーカー女史のような影響力の強い花形アナリストであれば、話が違ってくるからである。これらのアナリストによる買い推奨は株価を押し上げる可能性は大き

い。その立場を利用した、「風説の流布」、「相場操縦」に該当する違法行為が行われる可能性がまったくないとは言い切れないからである。

また、アナリストの株式保有の事実を開示している証券会社も少数に止まっている。*Institutional Investor* 誌 2001 年 4 月号の記事によると、アナリストが担当株式を保有していることを開示している証券会社は、WR ハンブレクト、ドイチェ・バンク・アレックス・ブラウン、JP モルガンの 3 社にすぎず、その場合も保有株式数までは開示されていない。

したがって、アナリストの株式保有をめぐる現状は極めて問題が多いといわざるをえない。さらに、SEC の調査によると、調査対象になったアナリスト 57 人のうち、レポートで「買い」と書きながら自らは売って 10 万ドルから 350 万ドルの利益をあげていたことが明らかになった。

こうなってくると、投資家に対する裏切り行為に止まらず、違法行為の可能性がある。2000 年初頭に、カリスマ性を悪用してインターネットの掲示板で特定の銘柄を推奨する一方で、自らは売りに回って逮捕され不当利益の返還と罰金を課せられた「東京ジョー」の行為と変わるところはないからである。SEC は 3 人のアナリストを法令違反に問う考えを示している。

かくして、2002 年 2 月 8 日に全米証券業協会 (NASD) が提案した規則 2711 の改定案（アナリストと調査レポート）では、アナリストの株式保有状況の開示、および取引の制限が盛り込まれている（後述）。

3. 株価レーティングの動向

担当企業についての情報入手、報酬構造など、アナリストを取り巻く利益相反問題を考慮

表1 主要証券会社のアナリストの株式保有に関する社内ルール

証券会社	アナリストの担当株式の保有	制 限	公開前 (pre-IPO) 投資	情報公開
CS ファースト・ボストン	禁止			
ドイチェ・バンク・アレックス・ブラウン	可能	事前に調査およびコンプライアンス担当役員の承認が必要。 レーティングや予想の変更後、2日間は取引禁止。 会社の四半期決算から収益の公表の間の取引は禁止。 SEC への届け出後、2日間は取引禁止。 最低保有期間は6ヶ月 (担当外の銘柄は3ヶ月)。 空売りは禁止。	可能。調査およびコンプライアンス担当役員の承認が必要。	レポートにアナリストの名前と株式を保有していることを開示。
ゴールドマン・サックス	可能	調査担当責任者の承認が必要。 最低保有期間は30日。 推奨リストに上がっているか、「買い」のレーティングの銘柄のみ投資が可能。 「買い」以下への格下げでなければ、売却禁止。 企業へのコメントから24時間経たなければ取引はできない。 空売りは可能 (ポジションは30日間保持する必要あり)。	ケース・バイ・ケースで可能。 現金で配分され、会社がスポンサーになっているファンドへの投資。銘柄の配分には左記の制限が課せられる。	セールス文書において開示。
リーマン・ブラザーズ	可能	調査担当責任者の承認が必要。 最低保有期間は60日 (担当外の銘柄は14日)。 推奨と一致しない取引は禁止。 空売りは禁止。	可能。調査担当責任者の承認が必要。	セールス文書において開示。
メリルリンチ	禁止			
J.P.モルガン	可能	調査およびコンプライアンス担当役員の承認が必要。 銘柄が市場パフォーマンス以下にならない場合は、売却してはならない。 格下げから24時間経たなければ売却できない。 最低保有期間は30日。 空売りは禁止。	従業員用のプライベート・エクイティ・ファンドを通して可能。調査およびコンプライアンス担当役員の承認が必要。IPO から6ヶ月は売却禁止。	レポートにアナリストの名前と株式を保有していることを開示。
ロバートソン・スティーブンス	禁止		可能。調査およびコンプライアンス担当役員の承認が必要。IPO 銘柄はアナリストが担当になる前にブラインド・トラストで売買しなければならない。	セールス文書において開示。
ソロモン・スミス・バーニー	可能	最低保有期間は6ヶ月 (担当外の銘柄は30日)。 格下げが「中立」以上の場合のみ、買い入れ可能。 格付けが市場パフォーマンス以下にならない場合は、売却してはならない。 空売りは禁止。	禁止。	セールス文書において開示。

(注) 1) 2000年9月より適用。

2) メリルリンチ、CS ファースト・ボストンは、7月以降、禁止措置を採る。

[出所] Schack [2001].

表2 日米のアナリストのレーティングの推移

(単位 %)

(1) アメリカ

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
買い	67.80	67.10	73.32	65.33	61.99
買い持ち	30.40	30.89	24.97	32.02	34.90
売り	1.80	2.01	1.71	2.65	3.12
総推奨件数	748450件	1010235件	1373107件	1482100件	120069件

(2) 日本

(単位 %)

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
買い	37.84	35.88	46.20	41.26	34.07
買い持ち	44.47	49.21	46.32	51.27	56.38
売り	17.69	14.91	7.47	7.47	9.55
総推奨件数	171211件	215737件	330671件	410133件	3134件

(注) 2002年は1月のみの数字。

〔出所〕Bloomberg。

すれば、アナリストが「売り」推奨をしにくい立場にいることは容易に理解されるであろう。特に、企業が利益予想を公表する日本とは異なり、アメリカのアナリストは自ら利益を予想し、その予想について発行企業の経営者や財務担当者から個別に情報をうる「利益のガイダンス」という慣行が行われてきた。このため、ネガティブなレーティングをすれば、企業側から情報が提供されなくなる可能性があり、それが（特にセルサイドの）アナリストのレーティングにバイアスをかけているという指摘がなされてきた⁷⁾。また、投資家の方でも、主幹事証券のアナリストの「買い」推奨を割り引いて受け取るため、非主幹事証券のアナリストの「買い」推奨に対してほど株価が上昇しないことも指摘されてきた⁸⁾。

SECは「利益のガイダンス」をインサイダー取引などの不正取引の温床になる可能性があるとして、2000年10月に「選択的情報開示」を禁止する規則を採択した。これについては次節で採り上げるとして、実際のレーティン

グの状況をみてみよう。

アナリストの推奨全体をカバーした時系列的なデータはないが、1989-91年については、主要証券会社14社の「買い」と「売り」の比率は大体7対1という調査結果がある⁹⁾。最近の動向についてはブルムバーグがデータを整理しており、表2は1998-2002年の日米の状況を比較したものである。これによると、日米では「買い」推奨の割合に20-30%もの開きがあること、「買い持ち」(“hold”)の割合はそれほど変わらないこと、したがって「売り」推奨の割合に大きな差異があること、が明らかである。また、アメリカでは2000年4月のネット・バブル崩壊後も「売り」推奨の割合はやや増大傾向にあるものの、それほど大きく変化していないことが分かる。

ただし、このことからアメリカではアナリストの推奨が発行体寄りになっていると結論するのはやや短絡的である。いくつかの異なる解釈の可能性があるのである。

第一に、日本で「売り」推奨の割合が高いの

は長期にわたる不況が原因である可能性がある。第二に、ネット企業の業績悪化にもかかわらず、アメリカの「売り」推奨の割合が大きくは変化していないのは、アナリストがアメリカ経済全体のリセッションは一時的なものとみなしている可能性がある（このレーティングは全業種を対象にしている）。第三に、アメリカの証券会社所属の証券アナリストはマーケティングの観点から高いレーティングの株式を集中的にカバーする傾向があるといわれる¹⁰⁾。アナリストの報酬が手数料収入にも依存している以上、こうした傾向がみられても不思議ではない。

これらの解釈を判定するためのこれ以上のデータも分析手法もないため、ここでは事実関係の確認に止めざるをえないが、日米の差異については組織上の重要な違いを指摘しておく必要があると思われる。それは、アメリカの大手投資銀行では調査部門が同じ組織の1部門であり、アナリストが営業活動に積極的に関わっているのに対して、日本の大手証券会社では一部の例外を除き研究所として組織上は独立しており、原則的にアナリストが営業活動には関わっていないということである。これによる影響も程度の差である可能性は否定できないが、日米比較の際には無視できない要因であることは間違いない。

Ⅲ. 公正開示規制の導入

1999年12月20日、SECは「選択的情報開示とインサイダー取引」(*Selective Disclosure and Insider Trading*)と題する規則提案を行い、コメントを勧誘した。これには約6千通のコメントが寄せられ、SECはこれを受けて提案を一部を修正した上で、翌2000年8月10

日、「公正開示規制」(Regulation Fair Disclosure)と呼ばれる新しい規則を採用し、10月23日より施行された。同時に、インサイダー取引に関する10b 5-1、10b 5-2の2つの新しい規則も採用された。

従来、発行企業は重要な未公開情報をアナリストなど一部の者にのみ開示してきたため、SECはこの慣行が不公正な取引の温床になっているのではないかという疑いを持っていた。また、(セルサイドの)アナリストは、利益予想にあたって発行企業の担当者からその予想が妥当であるかどうかについて個別に情報を入手する「利益のガイダンス」と呼ばれる慣行が広く行われてきたために、アナリストと発行企業とのこうした関係のために、レーティングの中立性に疑問がもたれていた。

SECの新しい規則は、適時開示(timely disclosure)を徹底し、重要情報をすべての投資家に同時に開示することによって、証券市場への信頼性を高めることが目的であった。寄せられたコメントの圧倒的多数がこの新規則を支持する個人投資家からのものであったことも当然である。

しかし、当初から証券業界や証券アナリスト協会などは、この規則が発行会社が提供する情報の質と量を減退させ、情報開示のレベルを低下させる可能性を指摘し、規則の修正を求めた。SECはこれらの意見を考慮して、一部修正の上、「公正開示規制」を採択したのである。

SECが問題にした「選択的情報開示」とは、収益予想などの重要な未公開情報を証券アナリストや特定の機関投資家だけに開示することである。SECがこのような行為を禁止した理由は次のようなものであった¹¹⁾。第一に、こ

のようなことが行われれば、これらの人々はそれらの情報を利用して利益をあげることが可能であり、情報上劣位に置かれた投資家は証券市場の公平性に疑問を持つようになるであろう。その意味で、「選択的情報開示」はチッピング（極秘情報の受領）やインサイダー取引と同じであり、これらの行為は連邦証券法で禁止されてきた。ところが、インサイダー取引に利用されることを知りつつ内部情報を提供するなど、インサイダー取引の共犯とされるケースを除けば、これまでは「選択的情報開示」自体は違法ではなかった。投資家の証券市場への信頼性を維持するためには、こうした行為自体を禁止する必要があることである。

第二に、発行企業は「選択的情報開示」によってアナリストに自社に好意的なレポートを書かせる圧力を行使することができる。既に紹介したように、（セルサイドの）アナリストのレーティングについては、アナリストが置かれている利益相反状況の故に、これまでも学術研究や業界関係者からその中立性を疑問視する調査結果や意見が少なくなかった。アナリストはネガティブなレポートを書けば、経営者とのミーティングなどに呼ばれなくなり、情報入手できなくなる可能性が強いために、企業とアナリストの癒着の温床になっているのではないかということである。

第三に、情報伝達手段の発達によって、発行企業はアナリストに頼らなくても、直接に情報を投資家に伝えることができる。具体的には、プレス・リリースに加えて、インターネットや電話会議などの活用である。

SEC はこのような認識に立ち、重要な未公開情報の漏洩そのものを禁止する措置を採ろうとしたのである。要するに、この規則は重要な

未公開情報を広く開示させることによって投資家間の競争条件の公平性を図ろうとしたものであった。SEC はこの規則の採用によってより質の高い多くの情報が流布され、証券市場の効率性が高まると期待したのであった。

しかし、情報の収集や分析を職業とする証券アナリスト、あるいは運用に携わる機関投資家にとっては、発行企業が規則違反を恐れて情報開示そのものに消極的になることも予想されたため、投資家に良質の情報を提供したり、あるいは運用のタイミングを捉える上で重大な影響がでかねない問題であった。かくして、これらの組織や専門家が強い危惧を抱き、反対ないし規則の修正を求めたのである。

SEC は寄せられたコメントを考慮して、この規則の適用範囲を限定するという措置を採ったが、予定どおり規則を採択した。なお、SEC は2000年10月にマニュアルを作成し、その後何度かにわたって改定している他、IR 協会も独自のガイドラインを作成し、インターネット上で公開している¹²⁾。

IV. 公正開示規制の内容

採択された公正開示規制は100から103までの4つの条文（Part 234.100-234.103）（以下、FD 規則100、……のように略）からなる。FD 規則100は公正開示規制に関する一般的規則、FD 規則101は定義、FD 規則102は公正開示規制に違反してもそれだけでは詐欺禁止規定（34年証券取引所法規則10b-5）に違反したことにはならないこと、FD 規則103は34年証券取引所法の開示義務には変更がないこと、を定めている。この内、最初の2つの条文が規則の実質的内容を定めている。

まず、公正開示規則の一般的規則 (FD 規則 100) である。FD 規則100(a)は、「証券の発行会社または発行会社に代わって行動する者が、その発行会社または発行証券に関する重要な非公開情報(material nonpublic information)を FD 規則100(b)(1)で列挙された者に対して開示した時には、

- (1) 意図的な開示の場合には同時に (simultaneously),
- (2) 意図的でない開示の場合には速やかに (promptly),

その事実を開示しなければならない」として、選択的情報開示を禁止している。

続く同(b)(1)では、(a)が適用されるのは、

- (i) ブローカー、ディーラー、およびその関係者 (associated person),
- (ii) 投資顧問、機関投資家の投資マネージャー、およびその関係者,
- (iii) 投資会社、およびその系列にある者 (affiliated person),
- (iv) 発行会社の証券を保有し、開示された重要情報に基づいて証券を売買することが合理的に予想される者、としている。

そして、以下の者あるいは場合には適用除外の対象となるとして、

- (i) 発行会社に信任義務を負う者 (弁護士、投資銀行従業員、会計士など)
- (ii) 開示された情報を内密にすることに同意した者,
- (iii) 信用格付けが主な事業で、格付けを目的とした情報の開示であり、それが一般に公開される場合,
- (iv) 33年証券法の登録証券の募集に関連したもの、を列挙している。

次に、FD 規則101は定義を説明している。

(a) 意図的とは、「重要な未公開情報を開示する者が、自分が伝達しようとする情報が重要かつ未公開であることを知っているか、または知らないことについて過失がある (reckless) 場合には、その選択的情報開示は意図的なものである」としている。

(b) 「発行会社」は、「34年証券取引所法12条に該当する会社」(上場会社、あるいは資産額1千万ドル以上かつ証券保有者が5百名以上)、あるいは「34年証券取引所法15条(d)項に基づき報告書提出を義務づけられている会社で、クローズド・エンド型投資会社を含む」(33年証券法に基づいて証券を登録した発行会社)である。

(c) 「発行会社に代わって行動する者」とは、発行会社の上級役員、取締役、経営者、IR 担当役員、発行会社の証券保有者、である。

(d) 「速やかに」とは、合理的に実行可能な限りすぐにという意味であり、発行会社の上級役員が選択的情報開示を知ってから24時間以内、あるいはニューヨーク証券取引所の翌日の取引が始まるまでである。

(e) 「一般公開」(public disclosure)の方法は、SEC への8-K様式による臨時報告書の提出、もしくはその他の1つまたは複数の手段の組合せによる広範かつ排他的でない情報開示があげられている¹³⁾。

なお、「重要な」、「未公開」という言葉の定義は、公正開示規制では説明がなく、過去のインサイダー取引をめぐる判例によるとしている。判例では、合理的な投資家が投資決定にあたって重要だと考える見込みが十分にある場合に、その情報は重要である。重要性を判断する基準は、ある事実が利用可能な情報の集合に重

要な変化をもたらすと合理的な投資家がみなす見込みが十分にあることが必要である。

SEC が規則採択のリリースにおいてあげている「重要な」情報は、①利益情報、② M&A、③新製品、顧客あるいは供給者の状況、④支配あるいは経営陣の変化、⑤会計監査人の交代、⑥発行会社の証券に関連する出来事（債務不履行、買戻し、株式分割など）、⑦倒産、の 7 項目である。

これらの内でも、利益情報の選択的情報開示の問題は最も直接的であり、SEC はこれまで慣行として行われてきた「利益のガイダンス」は公正開示規制違反となる可能性が強いことを特に例示して注意を呼びかけている。この規則の制定が発行企業とアナリストの癒着関係を絶つことを目的にしていることが明らかである。

この問題に関連して、SEC は情報の「モザイク」と呼ばれる問題に關説している。これは個々の情報（これをピースと呼んでいる）は重要でなくても、他の情報と組み合わせられた時に重要な意味を持つような場合であり、証券アナリスト協会（AIMR）はアナリストの役割として強調しているものである。これについて、SEC は公正開示規制上、まったく問題がないとしている。また、情報が投資家一般に知らしめる方法で開示されていない状態を「未公開」としている。

以上が採択された公正開示規制の概略である。この最終規則はパブリック・コメントで寄せられた修正意見を汲み、いくつかの点で適用範囲を限定している。主な修正点は次のとおりである。第一に、規則の適用対象が、証券市場のプロ（securities market professional）と、その情報に基づいて取引するであろうと合理的に予見される証券の保有者との関係に限定

されたことである。

第二に、規制対象とされる発行会社の職員は上級役員と証券市場のプロおよび証券保有者と定期的に接触する者に限定される。これら 2 つの修正（限定）により、公正開示規制は合法的な通常の業務上の関係やメディアへの情報開示には適用されない。

第三に、公正開示規制が 34 年証券取引所法規則 10b-5 に基づく義務ではないことを明確にしたことである。したがって、公正開示規制違反は民事上の責任を問われることはない。

第四に、規制が「知っているか、過失がある」行為について述べている所では、発行会社の職員が選択開示された情報が重要かつ未公開であることを知っているか、あるいは知らないことに過失が認められる場合にのみ責任が生じるとしたことである。

第五に、公正開示規制違反を理由に、33 年証券法規則 144 に基づく簡略様式での証券募集が認められなくなることはないということである¹⁴⁾。

このように、SEC は関係者から提起された危惧を考慮し、適用対象を限定、負担を軽減する措置を採って、規則の導入に踏み切ったのである。

V. 公正開示規制に対する 反響と影響

それでは、この規則の導入によってどのような事態が予想されたのであろうか。最も強く修正を求めたのは、証券業界のロビーイング活動を担っている証券業者協会（SIA）と、最も影響が大きいと予想された証券アナリスト（協会）（AIMR）である。これらの団体は、SEC

の意図自体には賛成しながらも、規則が採択されれば企業情報の開示そのものが抑制されるとして、さまざまな機会を捉えて公正開示規制の問題点を指摘し、その修正を求めたのである。また、規則施行後もその影響について実態調査を行っている。これらのコメントから公正開示規制の問題点を検討し、あわせてSECの対応についてみてみよう。

1. AIMR

AIMRはこの規則提案の考え方には賛意を示しつつも、発行会社が規則違反を恐れてアナリストと個別に会うことを裂け、情報を提供しなくなる、あるいは当たり障りのない情報の提供に終始する傾向が強まり、投資家やアナリストなどの投資専門家 (investment professionals) に提供される情報の質と量にネガティブな影響を与えるとして強く反対している¹⁵⁾。組織の性格から当然であるが、特に問題にしているのは、証券市場の効率性を高める上で証券アナリストが果たしている役割を高く評価して、この規則が採用されることになれば、アナリストの機能を阻害し、証券市場の効率性が減退することになるとしている。

ここでAIMRが強調するのは「モザイク理論」であり、公正開示規制はアナリストの役割を否定しかねないとしている。AIMRが例示しているのは会社訪問と工場見学であるが、これによって得られる情報は重要な情報ではないが、一定の脈絡では大きな意味を持つという。例えば、アナリストが1995年に工場を見学し、会社役員とも面談して、今後数年間の利益の予想をしたとする。その後、2000年になって再度訪問した時に、設備投資が行われていなければ、アナリストは経営陣との面談、2000年の年

次報告書、および会社のプレス・リリースなど、他の情報を考慮、分析して、評価を変え、収益予想を引き下げるであろう。SECが提案している公正開示規制は経営陣との個別の接触による重要情報の入手を禁止しているため、こうしたアナリストの役割が大きく阻害されかねないという。

かくして、AIMRはこの規則が採択されれば、会社が公正開示規制違反を恐れて情報の提供に消極的になり、情報の質量、およびアナリストや機関投資家との接触の頻度を減少させることにより、証券市場に好ましくない影響を及ぼすとする。そこで、AIMRはSECがすべての市場参加者を代表者とするタスク・フォース (特別委員会) を組織し、(1)情報開示の実態、(2)重要性の定義の明確化、(3)会社が投資関連業界や一般の人達と情報交換する上での行為基準 (ベスト・プラクティス) を定める、ことを提案している。

2. SIA

SIAは数度にわたって、単独で、あるいは他団体と共同で、コメントを提出している。その内容はAIMRの主張とも重なっているもので、ここでは規則施行後の2001年5月に公表された報告書『公正開示規制のコストとベネフィット』¹⁶⁾を採り上げる。

SIAは良質の情報の広範囲かつ公平な流布というSECの意図は支持しながらも、導入された規則は意図せざる結果をもたらしたとして、規制にともなうコストとベネフィットを整理している。

まず、SECがあげた主要な利点は、①投資家の証券市場への信頼を高める、②個人投資家と市場のプロとの競争条件を公平化する、で

表3 各種調査の結果(1)

調 査	日 時	回 答 者	調査結果の概要
Thomson Financial	2001年 1月17日	公開会社 81社	約33%が公正開示規制はバイおよびセルサイドのアナリストへの情報提供を減少させたと回答。
NIRI 調査	2001年 2月26日	IR 担当者 577人	28%が規制採択後より多くの情報を提供、48%が変化なし、24%が情報を減少させた、と回答。
AIMR 第1回調査	2001年 3月6日	AIMR 会員 423人	57%が公開会社の提供する実質的情報の量が低下、14%が増加と回答。
ABA 特別委員会調査	2001年4月	会員62人	45.2%は顧客がより多くの情報を提供するようになった、24.2%は変化なし、25.8%は減少させたと回答。
PWC 第1回調査	2001年 4月23日	大手発行企業の経営者123人、中小発行企業の経営者41人	31%がより多くの情報を開示、23%が開示情報を減少、44%は公正開示規制は情報開示の量に影響を与えていないと回答。
SIA 調査	2001年5月	アナリスト30人、投資家505人、SIA 会員94社、発行会社顧問弁護士25人	発行会社の約25%が情報開示を減少させている、アナリストは担当する発行会社の3分の2が開示情報を減少させていると回答。
PWC 第2回調査	2001年 10月7日	公開会社の経営者 201人	48%が公正開示規制が開示情報量に影響を与えていると回答。その内、37%は増加、11%は減少させていると回答。
AIMR 第2回調査	2001年 10月18日	AIMR 会員 303人	51%が会社は実質的な開示情報を減少、18%が増加、24%が変化なしと回答。

(注) NIRI : National Investor Relations Institute

AIMR : Association for Investment Management and Research

ABA : American Bar Association

PWC : PriceWaterhouseCoopers

〔出所〕SEC [2001]

あったが、導入後に行われた各種調査ではこれらの効果が限定的であったことが示されている。

反対に、導入にともなう以下のような弊害が生じ、コストの方がベネフィットよりも大きいという結果をもたらしたという。それらは、①発行会社が規則の適用されるケースを十分に理解していないため、提供される情報の量を減少させた、②発行会社が提供する情報が減少し、提供される場合でも最初に金融メディアに提供されることが多くなったため、アナリストの分析が加えられない情報が多くなった、③発行会社とアナリストとの間での対話があまり行われ

なくなったために、「重要な」情報だけではなく「重要ではない」情報まで提供されなくなり、「モザイク」過程が機能しなくなっている。SIA の調査では、相当数のアナリストが自分たちの利益予想に規則採択以前ほど確信を持てないと答えている、④多数の市場参加者が規則導入が証券市場のボラティリティがかつてなかったほど高まっていることの一因であると感じている、⑤規則導入にともなうコンプライアンスなどのコストは SEC は年間4,950万ドルと推定していたが、SIA の試算では実際にはそれをはるかに越える2億5千万－4億ドルに達する、⑥以上の結果、投資家も不利益を

表 4 各種調査の結果(2)

調 査	調査結果の概要
Thomson Financial	回答者の50.7%が公正開示規制によりコミュニケーションの方法を変えたと回答。その内、29.4%がアナリストや投資家と接触する機会を減少させ、27.5%が詳細な情報を提供しなくなったと回答。
NIRI 調査	回答者の80%は引き続きアナリストや機関投資家と1対1のミーティングをもっているが、提供する情報は減少したと回答。アナリストの収益予想にガイダンスを行った発行会社の割合は81%から53%に減少。
AIMR 第1回調査	口頭での会話の質が著しく低下した。その内、62%が不偏性が低下、他方5%は改善と回答。文書によるコミュニケーションの質については意見が半々に分かれた。
ABA 特別調査	30.6%が公正開示規制の導入以来、顧客がより良質の情報を提供していると回答。50%は変化なし、17.7%は質が低下したと回答。
PWC 調査	質問項目なし。
SIA 調査	アナリストの72%が発行会社の一般公衆への開示情報の質が低下したと回答。28%は変化なしと回答。
PWC 第2回調査	回答した発行会社の33%が情報開示の質の変化を指摘。内訳は、29%が向上、4%が低下。
AIMR 第2回調査	55%が発行会社の口頭でのコミュニケーションの有用性が低下、他方6%は改善したと回答。35%が発行会社の文書でのコミュニケーションの有用性が低下、22%が改善されたと回答。

〔出所〕表1に同じ。

被っている、というものである。

SIA は、これらの調査結果を踏まえて、情報のライフサイクルに応じて「重要性」が容易に判断できるように、「重要性」の概念を明確にすることが必要不可欠であるとする。それが明確ではないために、発行会社は情報提供に消極的になり、アナリストが果たしてきたモザイク過程が機能しなくなっているとしている。

3. アンガー SEC 委員の修正提案

以上のように、証券業界を中心として、公正開示規制の導入には当初から強い危惧が表明されていた。そして、その採択後に様々な組織が行った調査の中には、AIMR や SIA の主張を裏付ける結果を示すものもあった(表3、表4を参照)。もっとも、当然のことではあるが、これらの調査結果は発行会社、証券アナリスト

などの利害を色濃く反映するものになっている。

かくして、SEC は2001年4月24日に、発行会社、アナリスト、情報ベンダー、弁護士、SECのスタッフなどが参加する円卓会議を開催した。そこでの議論の紹介、およびそれ踏まえた修正提案が、ローラー・アンガー委員の名前で『特別研究：公正開示規制の再検討』¹⁷⁾と題して公表されている。ちなみに、アンガー委員は、規則採択にあたって、選択的情報開示の排除にともなうコストが未公開の重要情報に基づく取引の機会を取り除くことによるベネフィットよりも大きい、インターネットは既に投資家の会社情報へのアクセスを民主化している(したがって、一般公開の方法をプレス・リリースにのみ限定するのはおかしい)、という理由で反対票を投じている。

この中で、アンガー委員は、① SEC は重要性についてより詳細な指針を示すべきである。特に、利益情報の意味をもっと明確にすべきである、② SEC は発行会社が公正開示規制を充足するためにテクノロジーを活用することを奨励すべきである、③ SEC は発行会社が公正開示規制導入の影響について述べていることを分析すべきである、と提案している。

VI. 証券アナリストの利益相反問題に対する規制団体、証券業界の動き

1. 議会の動き

一方、ネット・バブル崩壊を契機に、個人投資家からの相次ぐ提訴を受けて、事態を重く見た議会（下院金融サービス委員会の資本市場、保険、および政府出資企業に関する小委員会）は2001年6月14日と7月31日の2回にわたり公聴会を開催し、証券アナリストの実態について関係者からの証言を聞いた。第一回目には、独立系の調査会社、投資顧問会社、民間シンクタンク、金融ジャーナリスト、SIA、AIMR、およびアメリカ総同盟産業別会議（American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations, AFL-CIO）が、そして第二回目には、SEC、証券会社の元調査部長、金融ジャーナリスト、情報ベンダー、証券会社所属アナリストの推奨の評価会社、シリコンバレーのコラムニストが証言した。

第一回目の証言者は、総じてアナリストの評価には客観性よりも投資銀行部門、発行企業、あるいは自己の利益を優先する「利益相反」の可能性のあることを認めた。ただし、SIA と

民間シンクタンクの研究員はアナリストの推奨を分析した研究論文¹⁸⁾に基づき、アナリストの評価が全体的には客観的で正確であることを主張した。それに対して、独立系調査会社のタイス氏（David W. Tice）はセルサイドのアナリストは彼らが置かれている「利益相反」の状況から客観的な評価をしていないと主張した。

第二回目の公聴会の開催挨拶において、オクレー（Michael G. Oxley）議員は前回の議論を総括して次のように述べている。

「先月のアナリストに関する最初の公聴会において我々が理解したように、そして業界団体ですら認めたように、利益相反はウォール・ストリートのリサーチの仕組みに幅広く認められ、株式アナリストの推奨を歪めている。これが機関投資家がセルサイドのアナリストにほとんど注意を払わず、代わりに自社の調査担当者に依拠する理由の一つである。オークマーク・ファンド（Oakmark Fund）の前ポートフォリオ・マネージャーのロバート・サンボーン（Robert Sanborn）氏は、セルサイドのアナリストの推奨を信じるものは『まったくの馬鹿』である、と言っている。ほとんどの投資アドバイザーは投資家に、いかなる意味でもアナリストの推奨を決定的なものとなさず、売買の決定の際の一つの要素とみなすように注意を呼びかけている。……しかし、投資決定における一つの要素としても、アナリストの推奨はせめて偏向という欠陥を是正すべきである。」

このように、議会はアナリストの推奨の中立性には懐疑的であったため、2002年2月7日に、NASD からアナリストの行為基準に関する規則改定提案がなされると、全面的に歓迎のプレス・リリースを発表している¹⁹⁾。

2. SEC

SEC はアナリストに対する批判の高まりを

受けて、第一回目の公聴会の後の6月28日に、投資家向けに「アナリスト推奨の分析」²⁰⁾と題する文書を公刊し、アナリストの利益相反の可能性を指摘した上で²¹⁾、投資家自身がSECのエドガー (EDGER) のデータベースを活用して、会社の財務報告書を調査したり、アナリストや証券会社と発行体との関係などを調べる必要性と、その方法を解説している。

SEC 自身は、かつて1970年代に情報開示の統合化、一括登録制の導入を進める際に、市場の効率性を高める上でアナリストの役割を非常に高く評価していた。したがって、投資家に対して「アナリストの推奨を鵜呑みにしないように」と勧告することは立場上、非常に苦しい。

このような事情もあり、SEC のアンガー委員は第二回目の公聴会で、既に紹介した実態調査の結果に言及し、基本的には SRO (自主規制機関) の対応に期待しながら、情報開示の徹底と投資家教育の推進を提言している。

3. NASD

NASD は自主規制機関として、2002年2月8日にアナリストの利益相反問題に本格的に取り組むために、NASD 規則2711を提案し、コメントを勧誘した²²⁾。そのポイントは、①調査部門と投資銀行部門との間の「チャイニーズ・ウォール」の再構築、②アナリストが直接、投資銀行部門の収益から報酬を受け取ることを禁止、③アナリストが担当している会社との金融的な関係を調査レポートなどで開示する、④投資家にもっと分かり易い形でレーティングを提供する、⑤アナリストの個人的なポートフォリオでの取引および株式保有の制限、である。

なお、NASD はこの規則提案と同時に、調査レポートの価値および限界についての投資家

向け啓蒙文書を発行している。

4. AIMR

AIMR は、会員に対して「調査の信頼性の維持」と題する提案を行い、コメントを勧誘した²³⁾。AIMR の提案の骨子は、投資銀行部門がアナリストの推奨に影響を与えないように、調査部門と投資銀行部門内のレポーティングの構造を分離すること、およびアナリストの報酬を投資銀行業務に直接、連動させないことである。

これらの提案は、基本的にアナリストが当面する利益相反を最小にし、かつそれらを投資家に開示することを目指すものである。

5. SIA

SIA は6月12日に「調査のベスト・プラクティス」を公表し、アナリストが調査の信頼性を維持するために遵守すべき13のガイドラインを示している²⁴⁾。そこでは、まず顧客の利益を最優先すべきであるとして、アナリストの報酬と株式保有、投資銀行部門との関係などを開示することを求めている。

VII. わが国における動向

アメリカにおけるアナリストをめぐる動きを受けて、証券監督者国際機構 (IOSCO) は「証券アナリストの役割と活動」を検討テーマとして取り上げることを決定した。なお、この部会の座長は日本の金融庁が担当することになった。また、関係団体における動きも活発になっている。

1. 日本証券業協会

日本証券業協会は、「証券会社における調査部門の在り方等に関する諸問題検討ワーキング」を設置し、検討を行ってきた。その結果、2002年1月25日に理事会決議として「アナリスト・レポートの取扱い等について」が制定された。その内容は次のとおりである。

・社内管理体制の整備

アナリスト・レポートの作成、使用等に係る業務が適正かつ公正に遂行されるよう社内管理体制を整備する。

・社内審査

アナリスト・レポートに関する指針等を作成し、その表示内容および評価が適正かつ合理的なものとなるように努める。また、それを使用するときは、それを審査する担当者を定め、審査する。

・情報管理の徹底

重要情報の適正な管理のために社内体制を整備する。この場合、特に、アナリストが他の部門の業務に携わる場合の手続きおよび行為規制、調査部門から他の部門に重要情報を伝達する場合の手続きおよび行為規制、に留意すること。

・アナリストの意見の独立性の確保

アナリストがレポートを執筆するにあたり、引受部門、投資銀行部門、法人部門、営業部門などから不当な干渉および介入を受けるなど、その意見の独立性が阻害されることのないように指導・監督すること。また、アナリストが特定の顧客の利益を考慮して、自らの意見と異なる内容の表示を行うことがないようにすること。

・顧客への約束等の禁止

引受部門、投資銀行部門、営業部門などの役職員が、顧客に対してアナリスト・レポートにおいて一定の表示または評価を行うことを約束し、または申し出ることのないようにしなければならない。

・アナリストの資質の向上

アナリストに対する法令順守の徹底を図るとともに、その資質の向上に努めること。

・アナリストの証券取引への対応

アナリスト個人の有価証券の売買または保有に関し、公正かつ適正な業務の遂行が確保されるように努める。また、役職員はレポートの作成・審査にあたり入手した重要情報を利用して個人的な売買を行わないようにする。

アメリカのNASDの提案とそれほど大きく違っている訳ではないが、日本証券業協会の理事会決議はアナリストの株式保有や取引についての情報開示に触れていないのが特徴であろう。これは、日本の証券会社が社内規定で株式保有が禁止される、あるいは認めている場合でも事前にコンプライアンス部門の承認が必要であり（この点はアメリカの証券会社も同じである）、事実上大きな問題になっていないためであろう。また、この理事会決議では分かり易い形での投資家へのレーティングの提供ということも触れられていない。証券市場においてアナリストのレーティングが注目されている度合いの反映と言えるかもしれない。

2. 日本証券アナリスト協会

日本証券アナリスト協会は2002年1月に「証券アナリストの職業倫理を高めるために（案）」を取りまとめ、会員からのコメントを

勧誘している。これは、個人会員、法人会員への要望、および個人投資家への情報提供にあたっての注意について述べている。アメリカの各団体や日本証券業協会の提案とほとんど変わりはないが、特に目を引くのはアナリストの株式保有については明確に反対を表明していることである。その理由として、①アナリストが買い推奨した証券のうち、特定の証券にのみ投資を行った場合には、投資家が知らされていない情報があるのではないかという疑念を招く恐れがある、②担当している証券をやむをえない理由で売却した場合でも、その後悪材料が出れば事前に知っていたのではないかという疑いを抱かれ、そうではなかったことの証明が難しい、ことをあげている。要するに、疑われるような行為はしない方が良いということである。ただし、客観性・公平性を損なわないと合理的に判断される場合にはその限りではないが、その事実を開示すべきであるとしている。

また、バイサイドのアナリストについてもリサーチ・フロントランニング、およびフロント・ランニング的行為の禁止が明確にされた（証券アナリスト職業行為基準改正案6.(3)および(4)）。

事が証券アナリストの信用に関わる問題であるだけに、日本証券アナリスト協会の職業基準の改定案は最も厳しいものになっているといつて良いであろう。しかし、問題はアナリストとしての業務は必ずしも資格がなくても（つまり、アナリスト協会の会員でなくても）担当することができることであろう。個人投資家の集団訴訟のターゲットにされた花形ネット・アナリストのバジット氏もミーカー女史も、証券アナリストの資格（Chartered Financial Analyst, CFA）を持っていなかった。した

がって、資格剥奪という処分はあるものの、アナリスト協会の職業基準は効果が限られるという限界がある。

おわりに

近年、アナリストが業務を遂行して行く上での環境が大きく変化している。選択的情報開示にしろ、アナリストの利益相反問題にしろ、そこから生じる弊害は、発行体との癒着、それによるアナリストの中立性に対する疑問であり、それは強いては投資家の証券市場に対する信頼を揺るがしかねないという SEC、自主規制機関（SRO）、および業界団体の不安を反映するものである。言い換えれば、アナリストと発行体との関係（株式保有や「利益のガイダンス」の慣行など）、また証券会社の投資銀行部門や営業部門との関係など、アメリカに固有の問題があるとはいえ、それだけアメリカの証券市場におけるアナリストの役割が大きいということであろう。

わが国でも、アメリカでの動きを受けて、（セルサイドの）アナリストの役割や業務に関心が高まっている。大手証券会社では一部の例外を除き、調査部門が別組織になっている、アナリストが直接、営業活動に携わることはない、アナリストが担当企業の株式を保有することは社内規定で禁止されていることが多いなど、アメリカでの問題と同列には論じられない面も多い。

しかし、証券市場の信頼性、効率性を高めることを目指す近年の金融システム改革の趣旨に沿うためにも、アナリストの地位を向上させ、その役割を強化することが必要であろう。

注

- 1) Michaely and Womack [1999], pp. 654-55, 659-660.
- 2) Written Statement of Laura S. Unger, *Concerning Conflicts of Interest Faced by Brokerage Firms and their Research Analysts*, before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises, Committee on Financial Services, U.S. house of Representatives, July 31, 2001.
- 3) Schack [2001].
- 4) 例えば, 2001年6月14日に開催された下院の公聴会での David W. Tice 氏の証言 (*Analyzing the Analysts: Are Investors Getting Unbiased Research from Wall Street*)
- 5) Ronald Glantz 氏は7月31日に開催された第2回目の公聴会で次のように証言している。
「私が(証券会社)の調査部長だった時(1968-1990年)には, アナリストの報酬はその推奨, それによってもたらされた手数料, および機関投資家と販売部門の評価によって決まった。今では, 有名なアナリストはその推奨がどうであろうか, 決まった報酬が保証される。毎年, ウォール・ストリート・ジャーナル紙は最良の投資アドバイスをを行ったアナリストのリストを掲載するが, これらのアナリストがその分野で最高の報酬をえていることは滅多にない。何故か。投資銀行業務が問題だからである。今や, 『強い買い』が『買い』, 『買い』が『買い持ち』, 『買い持ち』がその会社が投資銀行部門の顧客ではないことを意味し, 『売り』がもはやその会社が投資銀行部門の顧客になることはない, のを意味するのは公然の秘密である。『売り』はレーティング全体の1%未満である。たとえ違法でも, アナリストの中には, 最良の顧客には彼らの本当の意見は公表されたものとは違うことを伝える者もいる」(カッコ内は筆者補足)。
- 6) Elkind [2001].
- 7) 例えば, Womack [1996] を参照されたい。
- 8) 例えば, Michaely and Womack [1999], p. 657 を参照されたい。彼らは, 分析対象の IPO について, 主幹事証券会社の「買い」推奨が非主幹事証券会社に比べ50%も多いこと, 主幹事証券会社の「買い」と「買い持ち」の IPO 銘柄の公開後2年間のパフォーマンスは非主幹事証券会社のそれと比べて50%以上悪いことを示している。
- 9) Womack [1996].
- 10) Chung [2000].
- 11) SEC [2000], pp. 2-3
- 12) SEC, Division of Corporation Finance: *Manual of Publicly Available Telephone Interpretations*, Fourth Supplement, June 8, 2001.
National Investor Relations Institute (NIRI), *To Our Clients—Rethinking Disclosure Policies and Practices in the Wake of the SEC's New Selective Disclosure Rules*—, Sep. 15, 2000.
- 13) ここで問題になるのは, インターネットのホームページ

ジへの掲載を「一般公開」として認めるかどうかであろう。SEC は, それだけでは一般公開ではないとしており, この点については反対が強い。

- 14) SEC [2000], pp. 5-6.
- 15) AIMR [2000].
- 16) SIA [2001a]
- 17) SEC [2001b].
- 18) 言及されている論文は, Barber et al. [2001] である。
- 19) Committee on Financial Services, *Press Release, Oxley, Baker, Securities Regulators Announce New Analyst Rules Aimed at Restoring Investor Confidence*.
- 20) SEC [2001].
- 21) SEC が利益相反としてあげているのは, 次の事項である。
 - ・投資銀行業務との関係
 1. 所属する証券会社が IPO の主幹事になっている場合, アナリストは営業活動に従事する。
 2. 顧客企業は好意的な調査レポートを歓迎する。
 3. 好意的なレポートは新規顧客の開拓の手段になっている。
 - ・手数料収入との関係。調査レポートは無料であるが, 「買い」推奨をしている証券会社に注文が行くのが普通で, 手数料収入を増加させる。
 - ・アナリストの報酬。アナリストの報酬とボーナスは投資銀行業務からの収益に依存している。
 - ・アナリストの株式保有。
- 22) NASD [2002]. この提案の要点は, NASD, *News Release, NASD Announces New Rules Governing Recommendations Made by Research Analysts*, Feb. 7, 2002, および *Research Analysts Conflicts of Interest: Summary of NASD Rule Proposal*, を参照されたい。
- 23) AIMR [2001].
- 24) SIA [2001b].

参考文献

- Association for Investment and Research (AIMR) [2000], *Re: Selective Disclosure and Insider Trading*, Apr. 26.
- [2001], *Preserving the Integrity of Research*, Oct. 10.
- Barber B., Lehavy R., McNichols M., and Trueman B. [2001], “Can Investors Profit from the Prophets? Securities Analyst Recommendations and Stock Returns”,

- The Jour. of Finance*, Apr.
- Business Week [2000], "The Fall of the Net Analyst", Dec. 18.
- Chung K.H. [2000], "Marketing of Stocks by Brokerage Firms: The Role of Financial Analysts", *Financial Management*, Summer.
- Cornell B. [2001], "Is the Response of Analysts to Information Consistent with Fundamental Valuation?: The Case of Intel", *Financial Management*, Spring.
- Elkind P. [2001], "Where Meeker Went Wrong", *Fortune*, May 14.
- Hodgkinson L. [2001], "Analysts' Forecasts and the Broker Relationship", *Jour. of Business Finance & Accounting*, Sep./Oct.
- Michaely R. and Womack K. [1999], "Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations", *The Review of Financial Studies*, Vol. 12, No. 4.
- Mozes H.A. and Williams P. [2000], "Brokerage Firm Analysts: How Good are the Forecasts?", *The Jour. of Investing*, Fall.
- National Association of Securities Dealers, Inc. (NASD) [2001], *Proposed Rule Regarding Research Analyst Conflicts of Interest*, Feb. 8.
- Schack J. [2001], "Should Analysts Own Stocks They Cover?", *Institutional Investor*, Apr.
- Securities and Exchange Commission (SEC) [2000], *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*, Release Nos.33-7881, 34-43154, Aug.15.
- [2001a], *Analyzing Analyst Recommendations*, May.
- [2001b], *Special Study: Regulation Fair Disclosure Revisited*, Dec.
- Securities Industry Association (SIA) [2001a], *Costs and Benefits of Regulation Fair Disclosure*, May.
- [2001b], *Best Practices for Research*.
- Stickel S.E. [1995], "The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations", *Financial Analyst Jour.*, Sep.-Oct.
- Womack K.L. [1996], "Do Brokerage Analysts' Recommendation Have Investment Value?", *The Jour. of Finance*, March.
- 吉川 満著 [2001], 『投資家に信頼される公正開示』財経詳報社。
- 大崎貞和, 平松那須加 [2000], 「米国における選択的情報開示規制の強化」, 『資本市場クォーターリー』秋号。
- [2001], 「問い直される証券アナリストの役割」, 『証券アナリストジャーナル』9月。
- 平松那須加 [2001], 「証券アナリストの中立性をめぐる議論」, 『資本市場クォーターリー』夏号。
- 日本アナリスト協会規律委員会 [2002], 「証券アナリストの職業倫理を高めるために (案)」1月。
- 日本証券業協会 [2002], 「アナリスト・レポートの取扱い等について」(理事会決議), 1月25日。
- (当所東京研究所主任研究員)