

## 証券アナリストと利益相反問題

佐賀 卓雄

日光は最良の殺虫剤である。

(Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How Bankers Use it*, 1914)

良質の情報は、力強く活力のある市場の血液である。それがなければ、投資家の信頼は損なわれ、流動性は枯渇し、公正で効率的な市場が存在する余地はまったくない。(アーサー・レビット前SEC委員長のニューヨーク経済クラブでの講演(一九九九年十月一八日)より)

昨年来、アメリカのネット・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、一千万ドル以上の高報酬を得ている（ちなみに、メアリー・ミーカー女史の九九年の年俸は一千五百万ドル（約一八億円）、ヘンリー・プロジット氏は二千万ドル（約二四億円）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推奨の中立性が問題にされることはやむをえないだろう。

かくして、今年六月頃より、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、証券会社もアナリストの株式保有を禁止する措置を採り始めた。また、六月三三～二九日に開催されたIOSCO（証券監督者国際機構）の年次総会において、「証券アナリストの役割と活動」を今後の検討テーマ

に加えることが決定され、この問題は国際的な關心の対象にもなっている。以下では、アメリカの動向を紹介し、わが国への影響について考えてみたい。

## 一、証券アナリストに対する 批判の高まり

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、リサーチ部門とブローカレッジ部門、投資銀行部門の間にチャイニーズ・ウォール（情報隔壁）が設けられ、リサーチ部門の中立性を維持する措置が採られてきた。しかし、ミーク女史のように、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高まっている。

それに加え、今回問題にされているのは、より

広範囲にわたる利益相反問題である。七月三一日に行われた下院金融サービス委員会での第二回目の公聴会において、SECのローラ・アンガー委員は（セルサイドの）アナリストが当面する四つの利益相反問題の可能性について指摘している。

それは、（一）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えてレポートを作成する傾向がある、（二）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やす、（三）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―筆者補足）、（四）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

（いくつかの証券会社は七月以降、担当銘柄の保有を禁止する措置をとっている（後述））、である。

これらの点について補足しておこう。まず第一に、アナリストがネガティブなレポートを書くこと、所属の証券会社が対象と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（例えば、六月十四日に開催された第一回目の公聴会でのデービッド・タイス氏（独立系リサーチ会社 David W. Tice & Associates, Inc. 代表）の証言、および IDD, May 7, 2001 の記事を参照）。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。第二回目の公聴会で証言したロナルド・グ

ランツ氏（コンサル会社のブーズ・アレン、ペイン・ウェーバー、モンゴメリーの各証券会社、ヘッジ・ファンドのタイガー・マネジメントを経て、二〇〇〇年に退任。）は、自分の経験を踏まえて、次のように証言している。少し長いが、重要な指摘だと思われるので紹介する。

「わたしが（証券会社の）調査部長だった時（一九六八—一九九〇年）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が、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めったにない。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『買持ち』、『買持ち』

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、のを意味すること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）。

第二に、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（新規公開）の場合、その企業の知名度がほとんどないため、有名なアナリストの名前を載せたレポートを求め、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。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、リサーチ・レポートにメア

表 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・サク 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。 推奨リストにあがっているか、 「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 ならなければ、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。

証券アナリストと利益相反問題

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 <sup>1)</sup> 。	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）。格付けが「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ければ、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, J., "Should Analysts Own Stocks They Cover?", *Institutional Investor*, April 2001.

リー・ミーカー女史の名前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を連ねることになった。

このような事例は、ネット企業と証券会社の双方で、有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行為である。

第三に、アナリストによる株式保有の問題である。アメリカのほとんどの証券会社は、自社のアナリストがカバーしている銘柄を保有することを認めている（表参照）。この慣行については賛否両論がある。賛成論は、アナリストは自らその銘柄を保有することによって推奨に自信をもつていえ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。他方、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。

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。

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としても、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。その立場を利用して「風説の流布」、「相場操縦」に該当する違法行為が行なわれる可能性がまったくないとは言えないのである。

また、アナリストの株式保有の事実を情報開示している証券会社も少数に止まっている（『インステイチューショナル・インベスター』誌二〇〇一年四月号の記事によると、レポートを書いている

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、ドイチエ・バンク・アレックス・ブラウン、J・P・モルガンの三社に止まっているが、保有株式数までは明らかにはされていない）。

したがって、アナリストの株式保有をめぐる規制の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五七人のうち十六人が、レポートで「買い」と書きながら自らは売って十萬ドルから三五〇萬ドルの利益を上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。二〇〇〇年初頭に、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は三人のアナリストについて法令違反に問う考えを示している。

こうした動きを受けて、メリルリンチ、CSF、アースト・ポストン、E.D.ジョーンズの三社がアナリストの株式保有を制限する措置を採っている。

## 二、議会および規制当局の対応

相次ぐ投資家からの集団訴訟を受けて、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）は六月十四日と七月三日の二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、全米アナリスト協

会（Association for Investment Management and Research, AIMR）、およびアメリカ総同盟産業別会議（American Rederation of Labor and Congress of Industrial Organizatos）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が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」の可能性があることを認めた。ただし、SIAと民間シンクタンクの研究員はアナリストの評価を分析した研究論文に基づき、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、独立系の調査会社は「利益相反」からアナリストは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られたように、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、代わりに自社のリサーチ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者は『まったくの馬鹿』である、といっている。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もみなさず、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。」

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六月二十八日に、投資家向けに「アナリスト推奨の分析」と題する文書を公開し、アナリストの利益相反の可能性を指摘した上で、投資家自身がSECの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、かつて七十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、マーケットの情報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のローラ・アンガー委員は第二回目の公聴会で、既に本文でも一部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、ディスクロージャーの徹底と投資家教育の推進を提言している。

SRO、業界団体も敏感に反応している。NASDは証券を推奨する場合に適用される情報開示規則(NASD規則二三二〇)の改正案を作成し、パブリック・コメントを勧誘している。それを受け修正の上、SECに提出される予定である。

また、SIA（全米証券業者協会）は六月十二日に「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十三のガイドラインを示している。そこでは、まず顧客の利益を最優先すべきであると、

アナリストの報酬と株式保有、投資銀行部門との関係、そして情報開示にわたるベスト・プラクティスを示している。

これらの内、特に重要だと思われるのは、アナリストの報酬を投資銀行業務からの収入に連動させないこと、投資銀行部門にレポートを提出させその承認を求めないこと、アナリストが担当企業の株を保有している場合はそれを開示すること、自己の推奨に反する投資行動を禁止すること、である。

全米アナリスト協会(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。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少にし、かつそれらを投資家に開示することを目指しているといえる。しかし、こうした方法では限界があり、根本的な解決のためには調査部門を投資銀行部門とトレーディング部門から完全に分離することが必要だという意見もある（たとえば、第一回目の公聴会で証言したタイス氏の意見。また、前SEC委員長のアーサー・レビット氏のインタビュー記事など）。

### 三、今後の展望とわが国への示唆

アナリストをめぐるアメリカの動きが、株価下落にもなう一過性の問題という見方は少数であり、何らかの対応が採られるのは間違いないであろう。ただし、現段階ではどのような点に落ち着

くのかははっきりしない。SEC、SRO、そして業界団体は、基本的に情報開示の強化、チャイニーズ・ウォールの強化に向けたルール作りを打ち出していることから、そのあたりが着地点になる可能性が高いとみられる。

また、IOSCOでも検討課題として取り上げられることになったのを受けて、わが国の金融庁も近く証券会社の実態調査に乗り出す予定である。また、日本証券業協会も自主ルールを作成する計画である。『日本経済新聞』（二〇〇一年九月六日付）によると、その骨子は次のようなものになる予定である。

- ・アナリスト・レポート公表前に自己の勘定で  
  売買することを防ぐ措置を徹底する
- ・調査部門の他部門からの独立性確保
- ・アナリスト・レポートの審査の仕組み作り
- ・分析・評価方法の透明性の確保

アメリカと較べて一番の違いは、アナリストが担当企業の株式を保有することは社内規則で禁止されていることが多く、その点に関する規制が必要ないことである。また、アナリストが実質的な営業活動を行い、報酬もそれに連動するという構造にはなっていない。したがって、現段階ではアナリストの利益相反問題はアメリカにおいてほど深刻な問題ではないといえる。

しかし、証券業務自体が大きく変貌を遂げていく過程にあり、今後、わが国でも投資銀行業務の比重が高まるものと予想されるため、アナリストの利益相反問題について認識を深める必要がある。う。

【参考文献】

本文で紹介した議会、規制団体、証券アナリスト協会などの動きに関連する資料は、各サイトから入手可能である。アドレスは次のとおりである。

US House of Representative, <http://www.house.gov/financialservices/>  
SEC, <http://www.sec.gov/>  
NASD, <http://www.nasdr.com/>  
SIA, <http://www.sia.com/>  
AIMR, <http://www.aimr.org/>  
それ以外では、以下のものが参考になる。

“The Fall of The Net Analyst”, *Business Week*, Dec. 18, 2000.

Schack J., “Should Analysts Own Stocks They Cover?”, *Institutional Investor*, April 2001.

Etzel B., “No Quick Fix”, *Investment Dealers’ Digest*, May 7, 2001.

Elkind P., “Where Meeker Went Wrong”, *Fortune*, May 14, 2001.

平松那須加 「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』二〇〇一年夏号。

「焦点レポート—信じていいのかアナリスト—」 『日経ビジネス』二〇〇一年八月二十日号。

(たか) たかお・当研究所主任研究員