

イギリスにおけるアナリスト規制のあり方（その一）

須藤 時 仁

目 次

- 一、アメリカの証券アナリスト不信
- 二、アナリスト判断の歪み
- 三、イギリスの規制（以上、本号）
- 四、アメリカおよびEUの規制
- 五、イギリス（FSA）は規制を強化すべきか

一、アメリカの証券アナリスト不信

アメリカにおけるITバブルの崩壊、それはま

さに証券アナリスト（セルサイド・アナリスト）

に対する市場の信頼の崩壊でもあった。NYダウ平均は二〇〇〇年一月二四日の一一、七二二・九八ドルをピークに、NASDAQ指数は同年三月一〇日の五、〇四八・六二ポイントをピークに、同年末には各々八・〇%、五一・一%下落した（その後も下落し続け、〇二年末にはピークから各々二八・八%、七三・六%下落している）。

株式相場が下落基調に転じたにもかかわらずアナリストは強気の買推奨レポートを書き続けたが、その背景にはアナリストに対する業者内部、

外部からの大きな圧力があつた。本来、アナリストは投資家の利益を守るために、証券業者（以下、業者）の他部門や証券の発行企業（以下、企業）などから影響されることなく中立的立場で企業やその株価を評価すべきだが、現実には業者、企業などの利益を優先してその評価を歪めてしまった。これが、いわゆるアナリストの利益相反問題または中立性問題（以下、アナリスト問題）と呼ばれるものである。

アナリストによる利益相反が続いた結果、市場ではアナリストの中立性に対する不信が募り、ついに○一年六月に連邦議会下院の金融サービス委員会、証券取引委員会（SEC）がアナリストの中立性に関して調査を開始した（図表1）。さらに、同年一二月に、それまで優良企業と評価されていたエンロンが総額一六〇億ドルもの負債を抱えて破産を申請したことで、アナリスト問題に対

する規制および司法当局による調査と規制強化が一気に加速した。規制当局による追求の結果、○二年一二月二〇日に規制当局と大手証券一〇社（ソロモン・スミス・バーニー、CSFB、メリリンチ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、ベア・スターンズ、ドイツ銀行、JPMorgan・チェース、リーマン・ブラザーズ、UBSウォーバーク）との間で、総額一四億三、五〇〇万ドルの和解金支払い、個人投資家に対する自社以外の独立系調査会社レポートの無料提供などを条件に和解が成立した。しかしながら、この和解でアナリスト問題が全面的に解決したわけではなく、○三年に入ってもアナリストの中立性を確保するための規制改正がSEC、ニューヨーク証券取引所（NYSE）、全米証券業者協会（NASD）によって進められている。

以上がアメリカにおけるアナリスト問題とその

図表1 アナリストの中立性をめぐるアメリカの動向

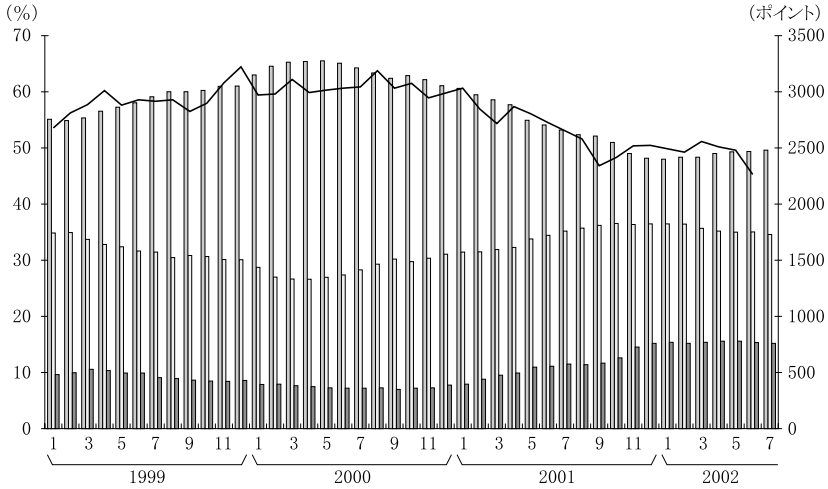
2000.10.23	レギュレーションFD施行。
2001.6.12	全米証券業者協会(SIA)、「調査のベスト・プラクティス(“Best Practice for Research”)」を発表。
6.14	連邦議会下院の金融サービス委員会、アナリストの中立性に関する公聴会(“Analyzing the Analysts: Are Investors Getting Unbiased Research from Wall Street”)を開催。
6.27	金融サービス委員会、SIAのガイダンスを審議するレビュー委員会を設置。
6.28	証券取引委員会(SEC)、「アナリスト推奨の分析(“Analyzing Analyst Recommendations”)」を発表。
7.2	全米証券業協会(NASD)、情報開示規則の改正案を発表。
7.31	下院の金融サービス委員会、公聴会(“Analyzing the Analysts II: Additional Perspectives”)を開催。
12.2	エンロン、破産申請-負債総額160億ドル。
2002.2.7	NASDとニューヨーク証券取引所(NYSE)、証券アナリストの利益相反を防止する規則案を発表。
4.8	ニューヨーク州司法当局、メリルリンチと同社のアナリストの召喚状およびアナリスト・レポートの発行に関する差止命令をニューヨーク州最高裁判所に申し立て、認められる。
4.18	メリルリンチ、アナリスト・レポートにおける情報開示を強化することでニューヨーク州司法当局と合意したことを発表。
4.25	SECが、NYSE、NASD、ニューヨーク州司法長官、北米証券監督者協会(NASAA)、各州の規制当局と合同でアナリストの中立性について正式捜査を開始したと発表。
5.10	SEC、NASDとNYSEの新規則を承認。
5.21	ニューヨーク州司法当局とメリルリンチ、和解成立を発表。
7.1	ニューヨーク州会計監査長官、ノースカロライナ州とカリフォルニア州の財務長官、ニューヨーク州司法長官が公務員年金基金と取引する金融機関に利益相反防止策を要請。
7.9	NASDとNYSEの新規則が施行。
7.17	米国アナリスト協会(AIMR)、「リサーチの客観性基準」案を発表。
7.21	ワールド・コム、破産申請-負債総額410億ドル。
7.30	企業改革法(サーベンス・オクスリー法)成立。
8.2	SEC、レギュレーションAC-アナリスト・サーティフィケーション案を発表。
10.3	NASDとNYSE、企業改革法第501条に対応した規則修正案を発表。
10.21	マサチューセッツ州の証券監督局、CSFBに調査部門を投資銀行部門から分離するよう行政命令を勧告。
10.30	米シティグループ、投資銀行ソロモン・スミスバーニーから調査部門を分離することを発表。
12.20	SEC、ニューヨーク州司法当局、NYSE、NASDの規制当局と大手証券会社10社との間でアナリスト問題に関して和解が成立。

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

対応の概略だが、イギリスではこの問題をどのように受け止めているのだろうか。イギリスでも二〇〇〇年八月以来、株価は低下基調を続けているが、アナリストによる買推奨判断の割合が売推奨判断の割合を大きく上回っている(図表2)。幸いにも、アナリスト問題はアメリカほど深刻には受け止められていないようだが、EUの市場不正行為(インサイダー取引および相場操縦)規制指令に関する欧州証券監督者委員会(CESR)からの同指令施行に係る技術的アドバイスに、金融サービス業者(アナリスト)の利益相反を防ぐための細かい規定が盛り込まれたこともあり、イギリス金融サービ

イギリスにおけるアナリスト規制のあり方（その1）

図表2 イギリスの上場企業に対するアナリスト判断の分布とFTSE 株価指数（ALL share）



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

（出所） FSA [2002]、p.12.

入市場の規制・監督機関である金融サービス機構（FSA）は、〇二年七月に *Investment research: Conflicts & other issues*（以下、FSA [2002]）と題するディスカッション・ペーパーを発行し、この問題に対する今後の対応について市場関係者から意見を求めている。本稿では、アナリストの利益相反についてイギリスの現行規制とアメリカおよびEUの規制動向とを対比することによって、イギリスがどう対応すべきかを考えてみたい。

二、アナリスト判断の歪み

前述したように、アナリスト問題はアナリストの推奨判断が歪められたということ、その判断に基づいて投資の意思決定をした投資家が損失を被ったということの二点に分けて捉えることができる。この中で、FSA [2002] および Boni

and Womack の論文 *Wall Street's Credibility Problem: Misaligned Incentives and Dubious Fixes?* (Wharton School, University of Pennsylvania, Feb, 2002) 等での議論に基づき、アナリストの判断が歪められた要因として業者の内部圧力、外部からの圧力、アナリストの個人的利益を説明し、最後に投資家の過失について考えてみる。

(1) 業者の内部圧力

業者の内部圧力による要因はさらに業者の収益および組織構造によるものと、アナリストの報酬体系によるものとに分けることができる。前者から説明していく。

市場への影響力が大きい大規模業者の場合、その主な収益源は仲介業務、投資銀行業務（新規公開、増資引受、M & A など）、自己売買業務であ

る。これらの業務とアナリストの判断との利害関係を整理すると次のようになる。まず、自己売買業務は判断に対して中立である。というのも、自己売買業務の主務は、投資家のように証券売買によって利益を得るといふより、証券売買を通じて市場流動性を維持することにあるからである。

さらに、アナリストに対して自己売買業務に都合のよい判断（レポート）を要求し、それによって株価に影響を与えたとすれば、業者自身が相場操縦の罪に問われかねないことを考えれば、アナリストの判断を歪めさせるインセンティブはほとんどない。

次に、仲介業務については、その対象が個人、金融法人（機関投資家）、事業法人のいずれかで事情が異なる。個人が対象であればアナリストの判断にバイアスをかけさせる必要性は小さいである。個人投資家の場合、平均的にみれば法人よ

り取引は小口でしかも他部門との取引関係はないことから、正確な判断を提示して信頼関係を築いたほうが長期的には仲介手数料収入の増加につながるだろう。一方、機関投資家（金融法人）と事業法人を対象とした仲介業務にとつては買推奨の判断が望ましい。機関投資家の場合取引のロットが大きいため、後述する理由からアナリストによる売推奨の判断が原因で業者との取引がなくなれば損失が大きい。また、事業法人の場合もやはり後述する理由から、自社の株価にネガティブな影響を与える業者とは資産運用取引（株式の売買取引等）を行なわなくなる。

最後に、投資銀行業務は、事業法人を対象とする仲介業務の場合と同様に、企業と同部門との取引継続、拡大という観点からアナリストに対して当該企業に関する買推奨の判断を要求する。

以上のように業者の各業務とアナリスト判断と

の利害関係から見ると、アナリストや調査部門に対して特に法人と取引関係を持つ業務部門から買推奨バイアスをかけるよう要求がなされる。この要求を具現化させるのが収益構造における各業務の業者内での貢献度である。アメリカやイギリスでは、各々一九七五年と八六年に証券の仲介手数料が自由化され、さらに九〇年代後半からはインターネット取引の普及による競争も相俟つて業者の総利益に対する仲介業務の利益貢献度が低下し、反面、投資銀行業務の貢献度が上昇した。投資銀行業務の重要度が上昇すれば、同業務の不利にならないよう、調査部門がレポートを発行する以前に投資銀行部門やその他の部門にレポートを回覧する報告（組織）構造が採られ、結果として推奨判断、文言、発行のタイミングの変更や時には発行の中止が調査部門に要求されるのである。

一方、アナリストの報酬体系も買推奨にバイア

スがかかりやすい構造となっている。本来、アナリストはレポートの正確性によって評価されるべきであろう。しかし、前述したように投資銀行業務の重要度が上昇したため、チャイニーズ・ウォール規定にもかかわらずアナリストに対して企業金融プロジェクトへの協力要請が強くなり、結果として同業務への貢献度がアナリストの評価、報酬にリンクするようになった。これにはプロジェクト過程での情報収集と分析に加え、プロジェクト完了後（新規公開後や増資後）における当該企業に関する買推奨レポートを書くことも含まれる。

(2) 外部からの圧力

アナリストはその推奨判断に関して、企業、機関投資家などの外部からも圧力を受ける。まず、企業の経営者ならびに幹部社員は自社の株価が低

く評価されることを非常に嫌う。これは、株価または時価総額が企業価値を反映するとみなされていることもあるが、何よりも株価の下落または低迷が続くと株主から経営責任を追求されることに加え、ストック・オプションなど株価連動報酬制度が導入されている場合には自らの報酬に影響するためである。このため、企業はレポートの発行前にその閲覧をアナリストに要求したり、事前の断りもなく売推奨や株価の下落につながるような分析が記されたレポートが発行され、それによって株価が下落した場合には、当該アナリストに対するアナリスト・ミーティングへの不招請や訪問インタビューの拒絶といった措置を採ることがあるほか、極端な場合には業者へ抗議したり、取引を削減ないしは停止することもありうる。レポートの閲覧要求や業者への抗議、取引削減・停止といった事態に至らずとも、企業と接触できな

くなるということはアナリストにとって情報獲得機会の大きな制約になる。

一方、機関投資家が業者の顧客である場合には、当該投資家のファンド・マネージャーから業者（機関投資家担当部署）ないしは直接アナリストに対して圧力がかかる。これは、ファンド・マネージャーが組んだポートフォリオに含まれる銘柄、特にそのポートフォリオの中で比重が大きい銘柄の株価がレポートの影響で下落するとポートフォリオのパフォーマンスが悪化し、ファンド・マネージャーの評価が下がるためである。また、*Institutional Investor* などの雑誌、新聞が主催する機関投資家（ファンド・マネージャー）の投票によるアナリストのランク付けがアナリストの報酬に影響するため、アナリスト側もファンド・マネージャーからの要求を無視できないという事情もある。

(3) アナリストの個人的利益

業者の内部、外部からの圧力以外にも、アナリストの個人的利益によって推奨判断が歪められるという問題もいくつか指摘されている。その中で最も重大な問題は、アナリストが担当企業の株式を売買できることによる判断の歪曲である。具体的には、アナリストは既に保有している銘柄については株価を上げるために買推奨のレポートを発行し、これから保有しようと考えている銘柄については購入価格を引き下げるために売推奨のレポートを発行するインセンティブを有するといった問題である（また、たとえアナリストの株式売買が禁じられていても、その家族、友人または業者の顧客による売買についても同様のインセンティブが働くであろう）。特に、企業の公開以前にその株式を購入することができたアナリストは、公開によって莫大な利益を得られる可能性が

あるため、公開後、実態以上に当該企業を推奨するインセンティブが大きい。

アナリストによる担当企業の株式保有に関しては、上述した利益相反の問題にとどまらず、当該アナリストもしくはその所属する業者の業界内での影響力またはレポートの内容によっては、レポートの情報や推奨判断が株価の意図した方向への誘導、すなわち相場操縦に該当することもあろう。また、前述したように、チャイニーズ・ウォールが機能していないため、企業金融プロジェクトに協力したアナリストがプロジェクトの過程で得た未公開情報を利用して株式を取得するインサイダー取引の可能性も存在する。

(4) 投資家の知識・経験不足

これまで説明してきた諸要因によりアナリストの推奨判断が歪められ、その判断に従って株式を

売買した投資家が損失を被ったとすれば、その責任の大部分はアナリストをはじめとするレポートの発行サイドにあるが、全責任を問えるわけでもない。レポートの読み手である投資家、特に個人投資家の知識、経験不足にも問題があることが指摘されている。FSAは投資家との非公式な会合において意見を聴いた結果、機関投資家はレポートの内容の中でも企業や業界に関する情報を重視するのに対して、個人投資家はアナリストの推奨判断に注目する傾向があることを見出した(FSA [2002], p.12)。これは、アナリストによる判断の意図を(アナリストに対する業者内部および外部からの圧力や個人的利益などの問題も含めて)機関投資家は理解しているが、個人投資家は理解していないことを示している。

第二に、レポートに記されている情報の鮮度ないしは情報の伝達経路に対する理解不足である。

情報収集力に限りのある多くの個人投資家にとつて、レポートに記された情報や推奨判断は投資決定の主要な情報源である。しかし、アナリストが得た情報は、それが企業の業績修正など重要なものであるほど、レポートに記される以前に業者の仲介部門、投資銀行部門を通じて機関投資家をはじめとするいわゆる大口顧客に口頭で伝達されてしまっている。したがって、個人投資家がレポートで読む重要な情報は既に大口顧客に伝わり、株価に織り込まれてしまっている場合が多い。

三、イギリスの規制

イギリスにおいて、金融サービス業者は二〇〇〇年金融サービス市場法（以下、FSMA）で規制されている（ただし、インサイダー取引に関しては一九九三年刑事裁判法のパート五（インサイ

ダー取引）にも規定がある）。さらに、アナリストを含む業者ないし上場企業の行為は、FSMAの授權条項に基づいてFSMAが制定する原則（Principle）や規約（Code）などに定められている規則（Rule）、ガイダンス（Guidance）などで具体的に規制されている。前項で説明したアナリストの利益相反その他の問題に関する規制は、業務原則、業務行為規約、市場行為規約、市場規則に定められている。

(1) 業務原則

業務原則は業者の基本的義務を定めたものであり、図表3に示すように一一の原則から成る。このうち、アナリスト行動に関わる原則は一一と六―九の七原則である。これらの原則は、業者は顧客に対する公正な情報提供ならびに公正な扱いを確保するよう、利益相反の管理を含めて事業活

図表3 業務原則

1. 誠実性：認可業者は誠実性をもってその事業を遂行しなければならない。
2. 技能、責任および注意義務：認可業者は十分な技能、責任および注意義務をもってその事業を遂行しなければならない。
3. 管理および統制：認可業者は、十分なリスク管理システムを備えた上で、確実かつ効果的にその業務を組織し、統制するよう合理的配慮を払わなければならない。
4. 財務の健全性：認可業者は十分な財務資源を保持しなければならない。
5. 市場行為：認可業者は適切な市場行為基準を遵守しなければならない。
6. 顧客（customers）の利益：認可業者は、顧客の利益に十分配慮し、公正に対応しなければならない。
7. 顧客（clients）との通信：認可業者は顧客が必要としている情報に十分配慮し、明確、公正かつ誤解を招かない方法で情報を伝えなければならない。
8. 利益相反：認可業者は、業者自身と顧客（customers）の間、および顧客（customers）ともう一方の顧客（clients）の間における利益相反を公正に管理しなければならない。
9. 顧客（customers）との信頼関係：認可業者は、業者の判断を信頼する顧客に対して、常に適切な助言および裁量的判断を行なうよう合理的配慮を払わなければならない。
10. 顧客（clients）の資産：認可業者は、顧客資産に対する責任がある場合には、顧客資産の十分な保護に留意しなければならない。
11. 規制機関との関係：認可業者は、規制機関と率直で協力的な関係を築き、かつFSAが合理的に通知を期待している当該業者に関する事項を適宜FSAに開示しなければならない。

(注) Clients：個人顧客、法人顧客、マーケット・カウンターパーティー（金融機関）、Customers：個人顧客、法人顧客

(出所) 日本証券経済研究所、『2002年版 図説イギリスの証券市場』、p.169。

動を適切に管理しなければならないと総括できる。ここで、事業活動の適切な管理についてはFSAハンドブックの「高度な管理上の取決め、システムおよび統制」にその基準が定められている。しかし、そこで規定されているのは、組織構造、コンプライアンス、内部監査などにつき適切な体制を確立、維持し、それらに対する取締役および上級管理者間の責任を明確にすべきという一般論の規定であり、前述したレポートの報告構造やチャイニーズ・ウォールに関する具体的な規定は定められていない。

(2) 業務行為規約

業務行為規約は業者が業務を遂行する上で遵守すべき規則、ガイダンスなどを定めており、それらの規定は前述した業務原則を具体的に展開したものである。

イギリスにおけるアナリスト規制のあり方（その1）

市場不正行為に対する規制を別にすれば、アナリスト行動に対する規制は業務行為規約が中心となっており、具体的にはCOB2「明確で、公正かつ誤解を与えない情報伝達」¹、COB3「金融販売促進」²、COB5「助言および販売」³、COB7「取引および管理」⁴で定められている（COBは Conduct of Business の略である）。

これらのうち、チャイニーズ・ウォールの規定はCOB2、4に定められているが、本稿で問題としているアナリスト行動に関する実質的な規制はCOB7での規定、具体的にはCOB7.1（利益相反および重大な利害）⁵、7.3（ティールング・ahead）⁶、7.13（個人勘定取引）⁷が中心となっている。なお、以下ではCOBを略し、規定番号のみ記す。

まず、利益相反の管理に関して、7.1.3R（Rは規則を表わす）では、個人、法人顧客との取引

において業者が重大な利害関係ないし利益相反を有している場合には、それらの利益相反を管理して顧客を公正に扱うための措置を講じていない限り当該取引に関する助言ないしは裁量取引を行ってはならない旨が規定されている。さらに、利益相反を管理するために、7.1.4E（Eは証拠規定を表わす）では次のいずれかの措置を講ずるように示唆している。

- a. 顧客に対する重大な利害関係および利益相反の開示
 - b. 独立政策
 - c. 業者内でのチャイニーズ・ウォール規定の取決め
 - d. 顧客との取引の辞退
- aで要求される開示事項には、（業者がマーケット・メーカーとしてではなく）主体として当該投資物件を取引しているか否か、一団体以上の

代理人として当該投資物件を取引しているか否か、業者の顧客の一人が売買の指示を出している指定投資物件の売買推奨を行なっているか否か、業者がロングまたはショート・ポジションを有している指定投資物件の売買推奨を行っているか否か、ブローカー・ファンド（集団投資スキームや長期保険のファンド）のアドバイザーとして行動しているか否かなどがある。さらに業者は、そうした重大な利害関係や利益相反により顧客が不利益を被らないよう適切な措置を講じていることを示さなければならない。

また、bの独立政策とは、顧客への助言または顧客に代わって裁量取引を行なうに際し、實際上、重大な利害関係または利益相反に対する適切な措置が採れない場合に、関連従業員にそれらの利害関係を無視して顧客に有利となるよう助言または裁量取引を行なわせる政策である。独立政策

による場合でも、業者は顧客にそれらの利害関係または利益相反を説明しなければならない。

次にディーリング・アヘッド（アメリカ、日本などではフロント・ランニングと呼ばれる）に関しては、7.3.3.Rで、業者またはその関係者が書面の推奨判断、リサーチ、分析を顧客に提供した場合には、顧客がそれに基づいて行動する合理的な機会を有するまでは、業者は当該投資物件に関する自己勘定取引を行なってはならず、かつ関係者が当該投資物件の取引を行なわないようあらゆる合理的な手段を尽くさなければならないと規定されている。さらに、そのような措置が採れない場合は、業者は提供したレポートに当該投資物件に関する取引を行なっていることを開示するなど、レポートに基づく取引において顧客が不当な不利益を被らないようあらゆる手段を尽くさなければならない（7.3.4.R）。

また、個人勘定取引については、7.13.4Rで、従業員の個人勘定取引に関しては、業者は次の措置を講ずることによって適切な管理体制を作り、個人勘定取引を監視しなければならないと規定されている。

- ・従業員による個人勘定取引が、業者の顧客に対する義務に反しないようにすること
- ・従業員の個人勘定取引を許可する場合には、個人勘定取引に関する迅速な届けを必要とすること

(3) 上場規則および価格感応情報ガイダンス・マニユアル

上場規則の第九章（継続的義務）と価格感応情報（Price Sensitive Information）ガイダンス・マニユアルは、上場企業が価格感応情報（ここでは株価に重大な影響を与える情報）をどのよう

に扱うか、またアナリストとどのように接するかについて指針を与えている。ここでは、当然ながらアナリスト行動に関する規定はなく、上場企業の行動が規定されており、上場企業が上場規則に違反した場合には、UK上場適格機関（UKLA）により制裁金が課される（FSMA第九条、以下ではFSMAを略す）ほか、私人による損害賠償訴訟の対象となる（第一五〇条）。以下では、上場規則の第九章でアナリストへの情報提供に関する部分を簡単に説明するとどめ、価格感応情報ガイダンス・マニユアルの一から一五にあるアナリスト（マスコミを含む）との接し方については図表4を参照されたい。なお、同マニユアル一三にあるレポートのチェックはあくまでアナリスト側からチェックを求められた場合の対応であり、上場企業からアナリストないしは業者にレポートの事前チェックなどを求める場合に

図表4 価格感応情報ガイダンス・マニュアル（アナリストに関わる部分のみ）

11. アナリストに対するガイダンス
 - ・アナリストは、上場企業が上場規則に違反する行為を誘発するべきではない。
(例：未公開情報の開示の強要、情報の選択的伝達)
 - ・価格感応情報を選択的に流布しようとすることは、市場不正行為の規制枠組みに基づくFSAの調査を受ける可能性もあることを、アナリストは特に注意すべきである。
12. アナリストからの質問およびアナリストの予測との関連
 - ・公開していない価格感応情報とは、開示された場合には株価に重大な影響を与える未公開情報をいう。
 - ・公開していない価格感応情報に関わるような質問に答えることを企業は断るべきである。(12.2)
 - ・アナリストの予測を訂正する場合、価格感応情報に該当しない未公開情報は開示してもよい。(12.2)
13. アナリストからのレポート原稿
 - ・アナリストがコメントを求めて企業にレポートを送ってきても、それへの対応は企業の自由である。(13.1) ⇒当該レポートが市場に誤解を与えるような場合には、レポートに対してコメントすることをUKLAは奨励している。
 - ・コメントにおいて、公開していない価格感応情報を開示してしまった場合には、企業はその事実をアナウンスしなければならない。(13.2)
14. アナリストとのミーティングの開催
 - ・公開していない価格感応情報をアナリストの伝えているのではないかという疑惑に対処する方法として、公開ミーティングの開催はその疑惑を緩和するであろう。

以上12～14の規定から、アナリストからの質問、レポートへのコメント依頼、ミーティングにおける上場企業の情報の取り扱いについて、以下のように整理することができる。

公開情報	未公開情報	
	価格感応情報	それ以外の情報
利用可	利用不可	利用可

↓

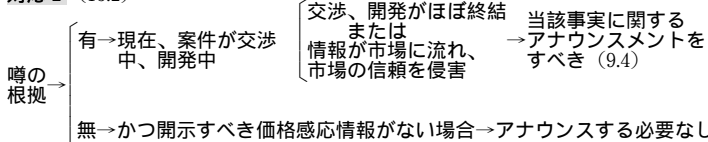
未公開価格感応情報を開示してしまった場合には、企業はその事実をアナウンスしなければならない。

15. マスコミによる憶測への対応
 - ・マスコミを通じて自社に関する噂が流布された場合に、適切に対応するための指針

対応1 (15.6)

噂に根拠があるうとなかろうと「ノーコメント」を通す

対応2 (15.2)



↓

企業がアナウンスする必要がない場合でも、その根拠なき噂が市場をかく乱している可能性があるときには、規制情報サービスを通じて噂を否定するステートメントを流すことが望ましい。(15.8)

ついでには何も規定されていない。

上場規則では、原則として公表されていない価格感応情報は、遅滞なく規制情報サービス（RIS）を通じて市場に開示されなければならない（9.1.9.2）としているが、現在交渉中もしくは進行中の事項は未公開情報として開示する必要はない（9.4）。ただし、それらの未公開情報は当該事項に関わっているアドバイザー、交渉の当事者、従業員代表者またはそれに代わる労働組合、ならびに政府当局、中央銀行などに対して内密に伝えることができる（9.5）。企業はこれらの者に秘密厳守を徹底させる必要があるが、背任が行なわれるまたはその可能性があり、かつその情報が価格感応情報である場合には、「株価変動に結びつきそうな情報を近々発表する予定がある」という趣旨の警告アナウンスメントを遅滞なく発表しなければならない（9.4.9.5）。

アナリストが価格感応情報を公表前に知ってもよいか否かは、アナリストがアドバイザーの立場で行動しているか否かに対する企業の判断に任せている。FSAはこの点に関して、EUの市場不正行為規制指令における規定も踏まえつつ、上場規則を見直す必要があるとしている。

(4) 市場行為規約

F S M A の第一一八条(2)項は、市場不正行為として情報の不正使用（インサイダー取引）、間違つたまたは誤解を招く印象（相場操縦）、市場の歪曲を挙げている。市場行為規約はこれらの市場不正行為が成立する要件（ただし、不正行為が規制される市場および投資物件は大蔵省が命令で定める）、各不正行為に該当する行為と該当しない行為、および不正行為規制が適用免除される規則（例えばチャイニーズ・ウォールに関する規

則) などについて詳細に規定している。

前節で、業者や企業からの圧力の有無に関わらず、アナリストの行動がインサイダー取引ないし相場操縦につながる可能性を述べたが、こうした行為は市場不正行為という犯罪であり、アナリストの利益相反とは性質を異にするものである。したがって、ここではアナリストの行動が市場不正行為(インサイダー取引または相場操縦)に該当すると判断された場合、FSAがどのような権限を行使できるかについて列記するにとどめる。

市場不正行為に対するFSAの権限は市場行為規約ではなく、FSMAに次のように定められている。

a. インサイダー取引、相場操縦に対する訴追権限(第一三〇、四〇一、四〇二条)

b. 民事上の制裁金の賦課、または当該(業)者が市場不正行為に従事した旨のステートメン

トの公表(第一二三条)

c. 裁判所への不正行為の差止命令及び原状回復命令の申請(第一二九、三八一、三八三条)

d. 裁判所への差止命令及び原状回復命令の申請と同時に、FSAへの制裁金支払命令の申請(第一二九条)

(すどう ときひと・当研究所主任研究員)