

# イギリスにおけるアナリスト規制のあり方（その二・完）

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、第43巻第2号）
- 四、アメリカおよびEUの規制（以下、本号）
- 五、イギリス（FSA）は規制を強化すべきか

## 四、アメリカおよびEUの規制

### (1) アメリカの規制

ITバブルの崩壊とそれに続くエンロンの破た

んを機にアナリスト問題が一気に表面化したアメリカでは、その対応も迅速であった。二〇〇二年四月二十五日には証券取引委員会（SEC）がニューヨーク証券取引所（NYSE）、全米証券業協会（NASD）、ニューヨーク州司法局、北米証券監督者協会（NASAA）、各州規制当局と合同でアナリスト問題に関する公式調査の開始を発表し、五月一日にはアナリストの利益相反を防止するためのNYSEとNASDによる新規則をSECが承認した（この規則案は〇二年二月にNYSEとNASDによって発表されていたも

のである)。承認された新規則の内容は図表5のようになっている。これらの規則は七月九日、九月九日および十一月六日の三度に分けて順次施行された。また、この新規則は第四三巻第二号（「イギリスにおけるアナリスト規制のあり方（その一）」以下、前号）で説明したイギリスの規則等に比べてかなり詳細かつ具体的であり、前述したアナリスト問題に対応した内容となっている。

さらに、八月二日には、SECがアナリストの宣誓に関するレギュレーションAC (Regulation AC - Analyst Certification) 案を発表し、続いて一〇月三日にはNYSEとNASDAQが利益相反に対する規則の修正案を発表している。前者のレギュレーションAC案はアナリストの意見が中立であることを宣誓させるためのものであり、レポートおよびアナリストの公の場への出演に対して次のような規制が提案されている。

- a. レポートにはアナリストが次の事項を宣誓したステートメントがなければならない。
  - ・レポートの内容はアナリストの個人的な見解であること。
  - ・推奨判断がアナリストの報酬と関連しているか否か。関連している場合には、その報酬額、出所および理由を示さなければならない。
  - い。
- b. アナリストは、過去四半期に公の場で提示した推奨判断および見解がいずれもアナリストの個人的な見解であり、自らの報酬と無関係であることを四半期ごとに開示しなければならない。
- c. アナリストがその開示書類に宣誓書を付すことできない場合は、所属する業者に説明し、業者はその情報を指定された監督当局に提示しなければならない。

図表5 SECが02年5月に承認したアナリストの利益相反に関するNASDおよびNYSEの新規則

- ①有利なりサーチの約束
  - ・アナリストは、企業から投資銀行業務を獲得するために有利なりサーチ・レーティングもしくは特定の価格目標を揚げるまたはそれらを保留すると誓ってはならない。
  - ・証券募集（引受）の幹事または共同幹事となった業者が、新規公開（IPO）後40日以内又は（既発行企業の）公募後10日以内に当該企業のレポートを発行することを禁じる「沈黙期間(quiet periods)」を設ける。
- ②（投資銀行部門との）関係およびコミュニケーションの制限
  - ・アナリストは投資銀行部門の監督を受けてはならない。
  - ・投資銀行部門の従業員は、業者の法務・コンプライアンス部門の者が参加していない限り、レポートの発行前にアナリストと議論してはならない。
  - ・アナリストは、業者の法務・コンプライアンス部門の承認を得て事実確認をする場合を除いて、企業にレポートの原稿を見せてはならない。
- ③アナリストの報酬
  - ・アナリストの報酬を特定の投資銀行業務と関連付けて評価してはならない。関連付けて評価する場合には、レポートに明記する。
- ④業者の報酬
  - ・証券業者は、当該企業の株式募集（引受）の幹事もしくは共同幹事であった場合、または過去12ヵ月間に当該企業から投資銀行業務サービスに伴う報酬を受けた場合にはレポートに開示する。
  - ・業者は、今後3ヵ月間に当該企業から投資銀行業務サービスに伴う報酬を受けるまたは受けようとしている場合にはレポートに開示する。
- ⑤アナリストによる個人取引の制限
  - ・IPOを行なう企業がアナリストの担当業界に属す場合、アナリストおよびその同居人（members of their households）はIPOに先立ち当該企業の株式に投資してはならない。
  - ・企業に関するレポートを発行する30日前から発行後5日間、アナリストが当該企業の証券を取引してはならない「管制期間(blackout periods)」を設ける。
  - ・アナリストは直近の推奨判断に反する取引をしてはならない。
- ⑥（アナリストまたは業者による）担当企業との金融上の利益の開示
  - ・アナリストは推奨企業の株式を保有している場合には開示する。
  - ・業者が前月末において企業の株式の1%以上を保有している場合には開示する。
- ⑦レポートにおける業者のレーティングに関する開示
  - ・業者はレポートの中ですべてのレーティングに関する定義を明確に説明し、かつこの用語法を明確な意味と一致させなければならない。
  - ・業者は、すべてのレーティングに占める買/保留/売の割合および各カテゴリーにおける投資銀行業務の顧客の割合を示さなければならない。
  - ・株価チャートと業者がレーティングおよび目標価格を付したまたは変更した時点を示さなければならない（過去3年分）。
- ⑧アナリストが公の場に出演した場合の開示
  - ・TV やラジオのインタビューなどにアナリストがゲストとして出演した場合、アナリストまたは所属する業者が当該企業の株式を保有しているか否か、および当該企業が業者の投資銀行部門の顧客であるか否かについて、アナリストは開示しなければならない。

（出所） SEC のプレスリリースから作成。

d. さらに、業者は、その後二〇日間に当該アナリストが作成したすべてのレポートに、当該アナリストは宣誓書を提示していない旨ならびにその理由を開示しなければならない。

一方、NYSEとNASDが新たに提案した規則の修正案は〇二年七月三〇日に成立した企業改革法（サーベンス・オクスリー法）第五〇一条に対応した修正であり、その内容は次のようなものである。

「アナリスト」

a. 報酬委員会にリサーチ・アナリストの報酬の見直しおよび承認を要求することによって、アナリストの報酬に対する投資銀行部門の影響を排除する。

b. 報酬委員会が投資銀行業務全般に対するアナリストの貢献度を考慮することを禁じる。

c. 報酬の根拠を文書化し、それを取引所に対する年次証明書 (annual attestation) によって証明するよう要求する。

d. アナリストが投資銀行業務の見込み顧客に対する勧誘、すなわち「売り込み会合」(ピッチ・ミーティング) に同席することを禁じる。

e. アナリストの定義を拡張し、レポートの作成やレーティングもしくは目標価格の設定または変更を監督、示唆、または管理する調査部門長および指導的アナリストなども含める。

f. 適用しうる規則およびレギュレーション、倫理基準および専門職としての責任に対応できるように継続的な教育を施すとともに、アナリストのための新たな登録分類および資格試験を整備する。

「会員（組織）」

a. 「転売禁止契約 (lock-up agreement)」に

先立つ一五日間および契約失効後の一五日間、証券募集（引受）の幹事または共同幹事業者によるレポートの発行を禁止する。

b. 会員または会員組織が、ある企業をリサーチの対象からはずしたときには、顧客に告示するよう要求する。

「会員（組織）およびアナリスト」

a. 「公の場への出演」の定義を拡張して、アナリストが新聞または類似の公共媒体において推奨判断を行った場合にも制約を課す。

b. 証券募集（引受）の幹事または共同幹事となった業者が、新規公開後四〇日以内または（既公開企業の）公募後一〇日間以内に当該企業のレポート発行を禁じる「沈黙期間」の規定を、公の場に出演した場合にも拡張する。

(2) 米国アナリスト協会の基準

アメリカでは、規制当局（SEC）や自主規制機関（NYSE、NASDAQ）以外にも、全米証券業者協会（SIA）、米国アナリスト協会（AIMR）が各々「調査のベスト・プラクティス」（〇一年六月）、「調査の客観性に関する基準」案（〇二年七月）といったアナリストの行動基準を作成している。ここでは、AIMRの基準案を紹介しておこう。というのも、NYSEとNASDAQによる図表5の新規則はSIAのガイダンスをベースにして制定されており、SIAのガイダンスの内容はこれとかなり類似していること、およびイギリスのアナリスト団体（UKSIP）はヨーロッパ証券アナリスト協会連合会（EFFAS）に属さず、AIMRのメンバー・ソサイアティ（法人会員）になっており、AIMRと同一の規定を採用しているためである（この点につい

ては林「二〇〇二」を参照されたい。

AIMRによる「調査の客観性に関する基準」案の概要は図表6のようになっていいる。NYSEやNASDAQの規則と比較して大きな特徴は、業者のセルサイド・アナリストに対してのみならず、機関投資家のバイサイド・アナリスト、発行企業およびマスコミに対しても調査の中立性を保つためのガイダンスを提示していることである。これは、アナリスト判断の中立性が、前述したように業者やアナリストといった内部要因だけではなく、企業、機関投資家からの圧力という外部要因によっても歪められていることを明確に認識したガイダンスであるという点で優れている。逆に言えば、NYSEやNASDAQは業者の自主規制機関であると同時に市場運営者でもあるのだから、上場企業に対する（中立性確保のための）規制を規則ないしはガイダンスに盛り込むべきではないだ

ろつか。

UKSIPは、〇二年一月、この基準案に対する意見を表明した。まず総論として、UKSIPは同基準案を全面的に支持するものであり、特に発行企業が同基準を採用することは「社会的責任」に合致すると賞している。個別の基準案については、そのすべてに対して全面支持というわけではなく、次のような意見、懸念を述べている。少々揚げ足取りを感じさせる意見もあるが、アメリカの基準に対するイギリスのアナリストの見方として参考になる。

- ・アナリストの報酬決定およびレーティング・システムの整備について、これらは業者の経営・営業活動に関わることであるため、同基準で規定することは越権ではないか。また、アナリスト報酬のボーナス部分は投資銀行業務を含めた業者の業績全体にも依存するため、その報酬を

図表6 AIMR による調査の客観性に関する基準案の概要

証券会社（セルサイド）

- 1.0 調査の客観性を担保する政策の整備
- 2.0 公の場に出演した場合におけるアナリストおよび業者の利益相反の開示
- 3.0 合理的かつ適切な根拠に基づくレポートおよび推奨判断の提示
- 4.0 アナリストに対する投資銀行部門の影響の排除
- 5.0 レポートおよび推奨判断の質に基づくアナリスト報酬の決定（投資銀行部門による報酬に対する関与の排除）
- 6.0 調査対象企業との適切な関係の構築（レポートおよび推奨判断を公表する以前の対象企業による関与の排除）
- 7.0 個人取引の管理
- 8.0 レポートおよび推奨判断の適時性
- 9.0 基準の遵守とエンフォースメント
- 10.0 業者またはアナリストに係る利益相反の完全な開示
- 11.0 レーティング・システムの整備

機関投資家（バイサイド）

- 1.0 調査の客観性を担保する政策の整備
- 2.0 公の場に出演した場合におけるアナリストおよび業者の利益相反の開示
- 3.0 セルサイド・アナリストとの適切な関係の構築（企業に対して、セルサイド・アナリストへの報復行為を示唆することなどを禁止）
- 4.0 個人取引の管理
- 5.0 業者またはアナリストに係る利益相反の完全な開示
- 6.0 基準の遵守とエンフォースメント

発行企業

- 1.0 調査の客観性を担保する政策の整備（アナリストに対する報復行為の禁止など）

マスコミ

- 1.0 調査の客観性を担保する政策の整備（アナリスト等が公に開示した利益相反の適切な取り扱いなど）

（出所） AIMR, *AIMR Research Objectivity Standards*, July, 2002から作成。

投資銀行業務とまったくリンクさせないことは困難であり、また正当とは言えない。

・業者またはアナリストに係る利益相反について、そのすべてを詳細に開示させるのは煩雑ではないか。むしろ、利益相反のタイプならびにその重要度に応じて開示させるべきではないか。

・バイサイド・アナリストのレポートを雇用者である機関投資家以外の者が見ることはほとんどない。したがって、セルサイドのアナリストと同じ客観性政策（基準）を整備させることは適切と言えるのだろうか。バイサイド（ファンド・マネー

ジャー）にわたる主要な問題は、その投資決定に関する事項であろう。

・メディアはアナリストと同様に投資家の決定をミスリードさせるだけの影響力があるため、同基準だけでは不十分である。一方、AIMRはメディアに対して制裁を加えることはほとんどできないことを考慮すると、メディアが同基準に従うか否かは不明である。したがって、メディアに関してはより基準を厳格にするか、または客観性に関する基準の対象から外すかのどちらかにすべきではないか。

(3) EUの規制

EUでもアナリストの利益相反に対する規制を着々と整備している。その中心となるのは〇二年一二月に閣僚理事会で採択され、〇四年半ばまでにその施行措置も含めて施行される市場不正行為

(インサイダー取引および相場操縦) 規制指令(以下、MAD)と〇四年末に採択予定の投資サービス及び規制された市場に関する指令(以下、修正ISD)である。

まず、MADでは、業者(アナリスト)と顧客との利害関係ないし利益相反について、その第六条(公正な開示と特定の例外)四項で次のように定めている。

「加盟国は、調査又は関連情報を作成し、伝達チャネル又は公衆にそれを伝える責任のある自然人及び／又は法人が情報を公正に公表できるよう合理的な注意を払い、更に、その情報が関連する金融商品に係る利害又は利益相反を開示するよう義務付けなければならない。」

この条項に関して、〇二年七月に欧州証券監督者委員会(CESR)から発行されたCESR's

*Advice on possible Level 2 Implementing Meas-*

*ures for the proposed Market Abuse Directive*では、利益相反を防止するために、（投資）関連情報の内容から業者の政策に至るまで詳細かつ具体的に規定している（図表7）。それを見ると、アナリストの業務および報酬に対する投資銀行その他の部門の関与など業者の組織構造については、何ら規定していない。しかし、利益相反に関する開示については、アメリカのSECが〇二年五月に承認したNYSEおよびNASDAQの規制（図表5）よりむしろ詳細に規定していることが特徴である。

一方、〇二年一月に発行された修正ISDの最終案では、その規制対象に「投資調査及び金融商品の取引に関連する財務分析又は他の形態での一般的推奨」が（関連サービスとして）加えられたほか（従来のISDでは金融商品に関する投資顧問となっていた）、その第一六条に利益相反に

関する規定が定められている（図表8）。第一六条四項にいうように、同条の運用に関する細かい規定は施行措置を待たなければならない。しかしながら、〇二年三月に発行された修正ISDに関するオリエンテーション・ペーパーには、上述したMADに対するCESRの技術的アドバイスのような細かい基準は挙げられてなく、「二、投資業者のライセンスおよび運営要件」の中で次の三項目が述べられているだけである。

- ・チャイニーズ・ウォールの徹底など利益相反を回避するための適切な措置を講ずると同時に、顧客と取引を開始する時点で利益相反を開示する。
- ・可能な限りの措置によっても利益相反が回避できない（可能性がある）場合には、顧客と取引を行わない。

- ・（利益相反の防止が）遵守されない場合は、各

図表7 市場不正行為指令の施行措置に対するCESRの技術的アドバイス

1. 関連情報の内容：投資業者、信用機関および信用格付業者
  - ・（レポートなど関連情報の）発行者若しくは金融商品の評価、金融商品の価格目標、又は発行者若しくは金融商品の信用レーティングの決定に用いる方法を適切に要約する。
  - ・レーティング又は推奨判断に関連する投資期間を含め、レーティング又は推奨判断で用いる用語  
 （例：buy / overweight / outperform, hold / neutral, sell / underweight / underperform）の意味を十分説明する。
    - ・関連情報を見直す予定頻度または以前に提示したカバレッジ（担当範囲）政策の変更に言及する。
  - ・関連情報が（顧客又は公に対して）最初に公表された日時、及び言及した金融商品の価格に対する適切な日時（例：5月3日の終値）をはっきりと目立つように示す。
  - ・過去3年間の推奨又はレーティングの変化をはっきりと目立つように示す。
  - ・すべての資料の出所を明らかにする。
2. 利益相反の開示（事項）：投資業者および信用機関
  - ①当該業者（投資業者、信用機関）及び当該企業による株式の大量保有
    - ・当該業者（以下、業者）が当該企業（以下、企業）の発行済み株式の5%以上を保有している場合はその保有株数。
    - ・企業が業者の発行済み株式の5%以上を保有している場合はその保有株数。
  - ②業者及び企業間のその他重要な関係
    - ・関連情報の作成及び公表は企業の同意によるものか否か。
    - ・業者は企業の証券のマーケット・メーカ若しくは流動性供給者であるか否か。その（業者が負う）機能は企業の同意によるものか否か。
    - ・業者は、過去3年間に企業が行なった証券の公募における主幹事又は共同幹事であったか否か。
    - ・そのような公募参加に加え、業者は過去3年間に企業から他の重要な企業金融（投資銀行）サービスによる報酬を得たか否か。
    - ・企業金融サービスに加え、業者は過去3年間に企業から商業銀行サービス又は保険サービスによる報酬を得たか否か。
    - ・業者は、今後12ヵ月間に重要な企業金融、商業銀行、保険サービスに伴う報酬を受ける予定がある又は受けようとしているか否か。
    - ・業者の幹部又は取締役が過去3年間に企業の幹部又は取締役であったか否か。
  - ③関連情報を用意した者（以下、アナリスト）の重要な利害
    - ・企業若しくは企業と同様の主要業務を営む他社の株式又は関連金融商品の保有。
    - ・アナリストが関連証券の売買を許されているか否か。許されている場合、留意すべき売買の条件。
    - ・アナリストが過去3年間に企業に雇われていたか否か。
    - ・アナリストの報酬が業者の企業金融取引の成果に結びついているか否か。
    - ・アナリストが、企業から現金又は現物（贈答品などを含む）による報酬を受けたことがあるか否か。

## イギリスにおけるアナリスト規制のあり方（その2・完）

### ④ 関連情報の見直し及び公表に関する業者の政策

- ・ 関連情報は、その全体又は一部を企業金融部門の者によって見直し又は承認を受けたか否か。受けた場合、その目的は何か。
- ・ 関連情報は、公表以前にその全体又は一部を企業に伝えられたか否か。伝えられた場合、その部分はどこで、目的は何か。
- ・ 関連情報は、顧客又は公に対して公表される以前に、業者内の他の部署又は他の部員（トレーディング部門、ファンドマネージャなど）へ伝えられたか否か。
- ・ 関連情報の顧客への公表に関する業者の政策—情報は特定の顧客のみに伝達した若しくは伝達する方針なのか、又は他の顧客に公表する以前に特定の顧客に伝達した若しくは伝達する方針なのか。
- ・ 関連情報に関する報告責任及び利益相反の回避と管理に関する業者内部の政策と手続き

### ⑤ レーティング及び推奨の分布

- ・ 直近の暦年四半期末から現在までの、業者が下したすべての推奨判断（買、保留、売）の分布。
- ・ 業者が過去3年間に重要な企業金融、商業銀行または保険サービスを提供した企業に対する、3つのカテゴリー（買、保留、売）に対応した推奨判断の分布。

(出所) CESR, “CESR’s Advice on possible Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive,” *Consultation Paper*, July, 2002 から作成。

## 図表 8 修正投資サービス指令に定められている利益相反規定

### 第16条（利益相反）

1. 加盟国は投資業者に対し、投資サービス及び付随サービス又はその組合せを提供する過程で発生する、経営者及び従業員を含む業者自身とその顧客との間、又は顧客間の利益相反を認知するための合理的な措置を採るよう義務付けなければならない。
2. 加盟国は、投資業者の活動が利益相反を生じる可能性がある場合、その相反が顧客の利益に不利に作用することを防止するための組織上及び業務上の措置を維持し、機能させる、又は同様の結果を達成するためにそれらの措置を管理するよう義務付けなければならない。
3. 利益相反を管理するために投資業者によって採られる組織上又は業務上の措置が充分ではなく、合理的な信頼をもって、顧客の利益に損害を与えるリスクを有効に回避させることができない場合、当該投資業者は、業務を行なう以前に、顧客に対して利益相反の全般的な性質及びその原因を明瞭に開示しなければならない。
4. 金融市場における技術の発展に鑑み、更に第1項、第2項及び第3項の統一的な適用を確保するために、欧州委員会は第59条2項に規定する手続きにしたがって、以下に掲げる事項に関する施行措置を採る。
  - (a) 多様な投資サービス及び付随サービスならびにその組合せを提供する場合に利益相反を認知、防止するため、及び/又はそれを開示するために投資業者が合理的に採ると考えられる措置を規定すること、
  - (b) 受けた誘引から発生する相反又は投資サービスの遂行に関連して発生する自己利益で、顧客に代わって遂行する若しくは顧客に対して提供される関連投資サービスの質又は公平を損なうものに対処すること。

(出所) Commission of the European Communities の資料から作成。

国の適格機関は認可取消を含む業務停止の措置を講ずるべきである。

今後、修正ISDの第一六条四項に基づいた施行措置で利益相反に関する細かい規定が定められることとなるが、そこで中心となるのはこのオリエンテーション・ペーパーの内容から考えて、アナリストの業務や報酬に関わる業者の組織構造上の規定であろう(前述したように、これらの項目についてはMADのレベル<sup>2</sup>施行措置に規定されていない)。図表7に掲げたMADの施行措置の内容から推測すると、業者の組織構造上の規定についてもかなり詳細な施行措置が定められると思われる。

## 五、イギリス(FSA)は規制を強化すべきか

アナリストの利益相反に対する規制をイギリ

ス、アメリカ、EUで比較すると、イギリスの現行規制は他に比べてかなり緩やかである。イギリスの規制はこのままでよいのだろうか。EUでMADならびに修正ISDが施行されればイギリスもその影響を受けることは、金融サービス機構(FSA)も〇二年七月に発行したデイスカッション・ペーパー *Investment research: Conflicts & other issues* (以下、FSA [二〇〇二])<sup>3</sup>の中で認めている。しかしながら、指令(Directive)は規則(Regulation)と同様にEU加盟国に対して拘束力を持つが、その内容をどのような形で国内法化するかは各国に任されているおり、さらにその施行措置はガイドライン的な性格のものである。したがって、MADならびに修正ISDが施行されても、イギリスにはアナリストの利益相反に対する規制をどこまで強化するかについて裁量の余地がある。

F S Aは現行の緩やかな規制を継続するか、または何らかの形でアナリストの利益相反を防止するための新たな措置を講ずるべきかについて市場関係者に諮問しているが、F S A「二〇〇二」の中で現行規制を継続してもよいとする根拠として次の点を挙げている。第一に、ITバブルの崩壊によりアメリカと同様イギリスの株式市場も低迷しているが、アナリスト問題がアメリカほど深刻な影響を与えていない。この背景には、株式の保有構造上、個人投資家の保有割合がイギリスではアメリカより低いため、アナリストによる推奨判断の影響が小さく（前号で説明したように機関投資家は個人ほど推奨判断を重視していない）、したがって、スター・アナリストが株価に影響を与える程度が小さいという事情があると述べている。

第二の根拠は、F S Aが規則で規制しなくと

も、個別業者ベースで利益相反に対する措置を講じていることである。○一年にF S Aが行なった調査によれば、個別業者の中には自主的に推奨判断のバランスに留意している者、前述したA I M Rのような団体が策定したアナリスト行動に関するガイドランスを採用している者、アナリストの個人勘定取引を制限している者が既にあるという。したがって、利益相反の防止は個別業者の規律に任せ、F S Aは業者の監督と消費者教育によつて利益相反の防止をサポートすればよいという考え方だ。この背景には、過度の規制は市場の効率性を阻害するという「リスクを前提とした規制アプローチ（risk-based approach）」の考え方があ（リスクを前提とした規制アプローチの考え方については、拙稿「二〇〇二a、b」を参照されたい）。

以上に挙げた根拠は妥当であろうか。少なくとも

も第2の根拠は規制・監督機関の見解として妥当ではないと思われる。そもそも、法律や規則は業者が遵守すべき共通の秩序であり、これを基準にFSAは規制・監督を行なうと同時に、業者も内部のコンプライアンス体制を整える。確かに、過度の規制が市場の効率性を阻害するという考え方は是認されるが、アメリカのようにアナリストの利益相反がイギリスで起こる可能性がある以上、FSAは業者の規律に任せず、その可能性に対応できるような規則を変更すべきである。これは、現在のアナリスト問題が沈静したとき、業者の自主的な規制ではその遵守がなざりにされる可能性があり、その場合、規則として定められていなければFSAも監督指導する基準がないため、アナリストないし業者の利益相反を規制することが難しくなる。

では、最初の根拠の妥当性はどうか。株

式保有構造を英米比較することによってそれを検討してみよう。ここでは、イギリス統計局(ONS)およびNYSEが公表している株式の保有調査に基づいて、英米の株式保有構造における個人投資家の地位について分析する。なお、公表されている最新のデータは、イギリスでは二〇〇〇年末、アメリカは一九九八年末である(図表9、10)。

まず、最新のデータでイギリスとアメリカの保有構造を比較してみよう。イギリスにおける個人投資家の株式保有額は二、八九九億ポンドであり、全体(一兆八、一〇七億ポンド)の一六・〇%を占める。これに対して、機関投資家(保険会社、年金基金、ユニット・トラスト、インベストメント・トラストの合計)は七、七二〇億ポンド保有しており、その保有割合は四二・五%以上。一方アメリカでは、家計(個人投資家)が直

イギリスにおけるアナリスト規制のあり方（その2・完）

図表9 イギリスの株式保有構造

(%、億ポンド)

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

(出所) Office for National Statistics, *Share Ownership A Report on Ownership of Shares as at 31 December 2000* から作成。

図表10 アメリカの株式保有構造

(%、億ドル)

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

(出所) NYSE, *Shareownership* から作成。

接に保有している額は六兆三、三八七億ドルであり、これは全体（一五兆四、一三四億ドル）の一・一％を占めるのに対して、機関投資家の保有額（全体から家計の直接保有と公的部門、海外部門およびその他非家計部門による保有を除いたものを機関投資家の保有額とした）および保有割合は各々七兆六、二五二億ドル、四九・五％となっており、家計の直接保有とはほぼ拮抗する。したがって、最新データで比較する限り、アメリカに比べてイギリスの株式市場における個人投資家の保有割合は相対的に機関投資家のそれより低く、FSAがアナリストの利益相反（レポート）が個人投資家に及ぼす影響がアメリカより小さいと主張することに根拠はある。

ただし、ここで注意したいのは、長期的に見ればアメリカでも家計の保有割合が相対的に低下しているということである。家計の直接保有割合と

機関投資家の保有割合を六〇年末と九八年末で比較すると、家計八五・六％↓四一・一％、機関投資家八・六％↓四九・五％となっており、家計の保有割合が半分になっているのに対して、機関投資家の保有割合が著しく上昇している。ちなみに、イギリスについて六三年末と二〇〇〇年末とで同様の比較を行なうと、個人五四・〇％↓一六・〇％、機関投資家二九・〇％↓四二・五％と、やはり個人投資家による保有割合の減少と機関投資家の台頭が伺われる。しかし、個人投資家による保有割合の低下幅を両国で比べると、イギリスが三八・〇％ポイントに対してアメリカが四四・五％ポイントと、むしろアメリカにおける低下幅のほうが大きい。

さらに、九〇年代におけるイギリスの個人投資家の保有の変化を分析するとFSAの主張は必ずしも当を得ていない。まず、九〇年末と二〇〇〇

年末で個人の保有割合を比較すると二〇・三%から一六・〇%に低下している。ここで、九〇年代の特徴として注意してほしいのが、海外（外国人）部門による保有割合の持続的上昇（同期間で一一・八%から三三・四%まで上昇している）である。この海外保有分を控除して、イギリス国内（居住者）をベースとした個人投資家の保有割合を計算すると九〇年末と二〇〇〇年末において各々二三・一%、二三・七%となっており、むしろ上昇している。しかも、保有額は九〇年末の九〇五億ポンドから二〇〇〇年末の二、八九九億ポンドへと三・二倍、年平均増加率にして二二・三%も増加しているのである。こうした実態に鑑みれば、アメリカと比べて単に個人投資家による保有割合が低いというだけで、アナリストの利益相反（および株式市場に関わるその他の問題）が個人投資家に及ぼす影響が小さいとは言えないであ

らう。

以上の議論および検討から、イギリスのアナリストに関わる規制を現行にとどめておくとした場合の根拠は妥当性を欠くと判断される。FSA「二〇〇二」では、規制の現状維持以外の選択肢として具体的に、①FSAによる業者の訪問と監視、②個人投資家の啓蒙と理解促進のための施策（投資家教育）、③追加的な規則やガイダンスの制定（企業からアナリストないしは業者に対する圧力防止も含む）を挙げている。前二者の対策を講じることはもちろん、第3番目に関しても、少なくともEUのレベルまで規制を強化する必要があらう。

FSA「二〇〇二」に対する業者等からのレスポンスでも上記と同様の意見が寄せられ、FSAは〇三年二月に諮問文書（Conflicts of Interest: Investment Research and Issues of Securities）を

発行し、アナリスト問題に対する行為規約の整備に着手した。具体的には前号で詳述した業務行為規約の一部を修正したほか、新たにCOBT16（投資調査）という節を設けている（なお、COB59（企業金融〈訳者注：投資銀行〉業務上の諸問題）という節も新設しているが、ここでは主に、公開株式をはじめとした証券の新規発行に伴う発行証券の割当管理などについて規定している）。COBT16は、アナリストの監督と報酬に対する投資銀行部門、仲介部門などの関与の排除、企業による発行前レポートの検閲の排除、IPOに伴い調査レポート等が発行できない沈黙期間の設定（当該投資物件の目論見書発行日に始まり、その取引が開始された日から三〇日後まで）、投資調査および公の場への出演における利益相反等の開示などについて規定しているが、それらの規定の多くは業者に対して拘束力のないガイダンス

（規則には拘束力がある）として定められている。この諮問文書から推察する限り、FSAは今後のアナリスト問題に対して、あくまで業者の自主的な規律とFSAによる監視という枠組みの中で対応しようとしているようだが、前述した理由からそれでよいのだろうか。諮問された規制のレベルは、アメリカはもちろん、EUのMADならびに修正ISDによる規制レベルにも達していないように思われる。

アナリスト問題に対応するためにどのレベルまで規制すべきかは、イギリスにおけるアナリスト行動の特性にも依ろう。八六年のビッグ・バン以降、ウインブルドン現象とも言われたように英シティでの主要プレーヤーは米系業者である。とすれば、英米両国のアナリスト行動は類似していると推測できるが、前述したように株式の保有構造に差異があることも事実である。したがって、ど

のレベルまで規制を強化すべきかを考える場合には、イギリスのアナリスト行動も考察されるべきであり、その考察は別の機会に論じたい。

(参考文献)

イギリスにおけるアナリスト規制のあり方 (その2・完)

須藤時仁 [2001a] 「英金融サービス機構の規制アプローチ (その1)」 『証券レビュー』 第四二巻第七号、日本証券経済研究所、四一—五四頁。

須藤時仁 [2001b] 「英金融サービス機構の規制アプローチ (その2・完)」 『証券レビュー』 第四二巻第八号、日本証券経済研究所、一〇七—一二〇頁。

林 康史 [2001] 「英国の金融サービス市場法制における証券アナリスト」 『証券アナリスト・ジャーナル』 第四〇巻第七号、五一—五三頁。

淵田康之・大崎貞和編 [2001] 『検証アメリカの資本市場改革』、日本経済新聞社。

Committee of European Securities Regulators (CESR) [2002] “CESR’s Advice on possible Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive,” *Consultation Paper*.

Commission of the European Communities [2001] *Proposal for a Directive of the European Parliament and of*

*the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse).*

Commission of the European Communities [2002] “Revision of Investment Services Directive (93/22/EEC) – *Second Consultation, “ Overview Paper and Annex I: Revised Orientations.*”

Commission of the European Communities [2002] *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Investment Services and Regulated Markets, and Amending Council Directives 85/611/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC.* Financial Service Authority (FSA) [2002] “Investment research: Conflicts & other issues,” *FSA Discussion Paper*, No.15.

FSA [2003] “Conflicts of Interest: Investment Research and Issues of Securities,” *Consultation Paper*, No.171.

SEC [2002] Securities and Exchange Commission (SEC) “New York Stock Exchange (NYSE) セキュリティス改革 適宜参照ください。

(おまけ) じれもん・証券研究所主任委員