

証券アナリストの中立性をめぐる議論

最近、米国では、証券会社のブローカレッジ部門に所属する、いわゆるセルサイドのアナリストが、投資銀行部門からの圧力等が原因で中立的な投資判断を行えていない可能性が問題視されている。2001年6月12日に、全米証券業者協会（SIA）がアナリストの中立性を確保するためのガイドラインを発表した他、米国下院の小委員会がアナリストの実態に関する公聴会を開催し、米国証券取引委員会（SEC）や全米証券業協会（NASD）も対応を進めている。一方、証券監督者国際機構（IOSCO）でも、日本の金融庁が議長となって、アナリストの役割と行動についての検討が開始されるなど、議論が深められつつある。

1. 証券業者協会（SIA）の「調査のベスト・プラクティス」

1) 内容

全米証券業者協会（SIA）は、2001年6月12日、証券アナリストが健全な調査業務を行うための13項目のガイドライン「調査のベスト・プラクティス」¹を発表した。その内容は、調査の客観性を確保するための社内体制、レポートの内容、そして利益相反の回避の三つに分けられる。（表1）

（1）調査の客観性を確保するための社内体制

SIAの提案で最も項目数が多いのが、調査の客観性を確保するための社内体制の確立に関する事項である。

- a) 証券アナリストが、投資銀行部門やその他の部門あるいは分析対象となっている企業にレポートの内容を報告し、それらの者から承認を得るといった行為がないようにする。
- b) 調査部門の幹部職員に対して、証券アナリストの中立性を確保する責任を課す。幹部職員は、レポートに掲載するレーティングが他者の意見に左右されていないことを確認し、アナリストが売買のタイミングを明確に投資家に示すことを奨励すると共に、「買い」推奨に偏ることなく幅広い投資判断を下すように管理し、定期的に各アナリストの投資評価の分布状況や実績をチェックする。

¹ Securities Industry Association, “Best Practice for Research”, June 12, 2001.

- c) アナリストの報酬は、投資銀行部門全体の収入や特定の企業からの投資銀行部門の収入、セールスやトレーディングの収入、あるいは資産運用のフィー等に連動させるのではなく、調査活動の実績を反映させて決定する。
- d) 証券会社は、チャイニーズ・ウォールの確立あるいは強化を行う。投資銀行やその他の部門の従業員が証券アナリストと共同で仕事をする場合には、調査部門の幹部職員、コンプライアンス担当者等を通じた適切な手続きを経た上で、情報交換を行う。

(2) レポートの内容

SIA は、証券アナリストのレポートの内容については、三つの留意事項を示している。

- a) 投資評価がアナリスト自身の意見であって、他者の判断に左右されたり、発行者から入手した情報だけに依存したりしてはいけない。
- b) レポートには、収益予想のモデルに用いた仮定を明示して、事実と意見を区別して記し、バリュエーションの手法の概要、目標株価、および投資リスクを説明する。
- c) レポートの免責条項についても、簡潔で分かりやすい表現をこころがけ、投資評価の中立性に影響を与える可能性のある重要な事実はすべて表示する。

(3) 利益相反の回避

アナリストの利益相反を回避するための提案として、SIA は、株式の売買制限と情報開示の強化を提案している。

- a) アナリストに対して、調査中およびレポート発行後の一定期間は、当該企業の証券の売買を禁止すること。また、アナリスト以外の従業員でも、未公表の収益予想やレーティングの変更など市場に影響を与える可能性のある調査内容を知っている場合には、証券の売買をさせてはならない。
- b) アナリストが担当企業の証券を売買するにあたっては、正当な理由がない限り、自ら買い推奨とした銘柄を売却するなど、レポートに記した投資評価と矛盾してはならない。
- c) 証券アナリスト本人、あるいは家族が担当企業の発行証券を直接保有している場合、それら証券の派生商品に投資している場合などは個人的な投資・取引関係をレポートに記載し、投資家に知らせること。同様に、証券会社が、発行企業の IPO に携わっている場合で、証券会社およびアナリストが当該企業の株式を保有している場合にも、その利害関係を投資家に知らせる必要がある。

表1 SIAのベスト・プラクティス

社内体制	
1	<p>コーポレート・ガバナンス</p> <p>アナリストは、投資銀行部門やその他部門に調査結果を報告して、調査の健全性を損なうようなことがあってはならない。</p>
2	<p>投資家優先の体制</p> <p>調査部門の幹部職員が、アナリストの健全性を確保する責任を負う。</p>
3	<p>透明かつ矛盾のない投資評価の確保</p> <p>調査部門の幹部職員に、以下の責任を課す。</p> <ul style="list-style-type: none"> アナリストレポートの投資評価が、アナリストのファンダメンタルな分析、バリュエーションや評価と一致しているようにする。 正式なレーティング・システムの説明をレポートに記載させる（記載しない場合でも要請があれば出せるようにさせる）。 アナリストが、証券の売買のタイミングや特定のベンチマークをアウトパフォームするタイミングを示すことを奨励する。 買い推奨から売り推奨まで、幅広い投資評価をこころがけさせる。 アナリストの投資評価の根拠および分布状況を、少なくとも年に一度は見直す。
4	<p>証券アナリストの報酬体系</p> <p>投資銀行部門の特定の案件、セールスやトレーディング収入、あるいは資産運用のフィーに直接連動させず、投資評価のパフォーマンス等の調査実績を反映させて決定する。</p>
5	<p>外部者または投資銀行部門の承認の禁止</p> <ul style="list-style-type: none"> アナリストは、投資銀行部門や企業の経営者にレポートを提出し、投資評価や分析に対する承認を求めてはならない。 レポート原稿は、過去の事実を確認する目的に限って企業に見せる。それ以外で見せる場合には、評価の部分を削除して見せる。 投資評価の変更を当該企業に事前に通知する場合は、変更する日の前日の夕方に、当該企業の株式が主に取引されている市場が閉まってから行う。
6	<p>投資銀行部門等の協力</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資銀行部門やその他部門の従業員は、顧客あるいは潜在顧客に対して具体的な投資評価を保証してはならない。 投資銀行部門と調査部門との間で情報を遮断するチャイニーズ・ウォールを設け、情報の交換に関しては適切な手続きを設ける。 投資銀行部門の従業員は、調査部門の幹部職員、法務、そしてコンプライアンス担当者のチェックを受けた上でアナリストと接触しなければならない。
レポートの内容	
1	<p>中立的かつ独立した投資判断</p> <ul style="list-style-type: none"> アナリストの意見は独自の判断で、他の関係者の判断に左右されてはならない。 レポートに何を織り込むのかを適切に判断し、収益モデルで用いた仮定を明確に示し、事実と意見は区別して記さなければならない。 収益予想はアナリストの独自の投資判断であるべきで、企業から入手した情報だけに依存してはならない。
2	<p>バリュエーションとリスクの説明</p> <ul style="list-style-type: none"> バリュエーションの手法の概略、および具体的な目標株価とその根拠を説明する。 投資リスクを指摘し、それに対する評価を示す。
3	<p>免責条項</p> <ul style="list-style-type: none"> 免責条項は読みやすく、簡潔で、簡易な表現で記す。 自主規制機関の規則に従うとともに、投資評価の独立性に影響を与える可能性のある重要な事実はすべて記載する。

利益相反の回避	
1	<p>顧客利益の優先</p> <ul style="list-style-type: none"> アナリストは、調査中およびレポート発行後の一定期間、当該企業の証券を売買してはならない。 アナリストやその他証券会社の従業員は、重要な未公表情報や市場に影響を与えるであろう調査内容を知っている場合には、当該証券を売買してはならない。
2	<p>証券アナリストの投資評価と個人的な売買との一貫性</p> <p>アナリストは、レポートの投資評価と矛盾した売買を行ってはならない。(但し、調査部門の幹部職員、法務、そしてコンプライアンス担当者と話し合い、適切かつ明白な理由がある場合を除く。)</p>
3	<p>個人的な利害関係の開示</p> <p>担当企業の発行証券をアナリスト本人またはその家族が直接保有する、あるいはそれら証券の派生商品に投資している場合には、関連するレポート全てにその事実を記載する。</p>
4	<p>個人および証券会社の利害関係の開示</p> <ul style="list-style-type: none"> 証券会社が企業の IPO に携わり、当該企業をカバーする証券アナリストがその企業の株式を保有している場合には、その事実を開示する。 利益相反の可能性がある場合には、アナリストの個人的な投資・取引関係に関する情報を、関係があると思われるレポート全てに記載する。 アナリスト本人、家族、または直系の親族が取締役、役員、および顧問を勤める企業は担当させない。

(出所) "Best Practices for Research", SIA より野村総合研究所作成

2) 証券会社の反応

SIA のベスト・プラクティスを受けて、有力投資銀行の一つであるクレディスイス・ファーストボストンは、株式アナリスト全員に対して、レポートの内容についてグローバル・リサーチ部門の責任者へ報告する義務を課したとされる。

また、プルデンシャル・セキュリティーズは、シニア・アナリストに対して、担当企業の株式の保有状況を開示する義務を課した。更に、メリルリンチは、担当企業の株式保有の開示にとどまらず、株式の購入自体を禁止することを発表している。既に保有している株式については、全て売却する、本人の意図が及ばない管理口座へ移管する、あるいは一定の情報開示基準の下で継続保有するという選択肢が与えられている。この株式購入規制は、シニア・アナリスト、ジュニア・アナリスト、およびアシスタントにまで適用され、アナリストの配偶者や家族にも適用される。

他方、ゴールドマン・サックスやソロモン・スミス・バーニーのスポークス・パーソンは、SIA のベスト・プラクティスに書かれていることは既に実践しており、特に改めるべき点はないとしている。

2. 証券アナリストをめぐる議論の背景

1) 企業との癒着に対する懸念

これまで SEC や裁判所は、証券市場におけるアナリストの役割について、企業から入手した情報を分析し、投資家に投資情報を提供する情報仲介者として尊重してきた。それは、過去のインサイダー取引事件の判例から窺うことができる。たとえば、1983 年のダークス事件で連邦最高裁は、「アナリストが情報を掘り起こし、それを分析することで、市場の価格形成の効率性は著しく向上しており、アナリストの活動はすべての投資家の利益に寄与している」という SEC の見解を引用している²。

しかし、他方で、企業からの情報入手にあたって、アナリストだけに優先的に情報が与えられているとの批判的な見方もあった。とりわけ、米国では、企業自らが業績見通しを発表することが一般的ではなかったため、証券アナリストが作成した収益予想を企業の担当者に事実上チェックしてもらうという慣行があり、その過程で、アナリストと企業との間に癒着的な関係が生まれると指摘されたのである。

例えば、ファースト・コール社が 1999 年から 2000 年にかけて実施した調査によれば、証券会社のアナリストが執筆したレポート 28,000 本のうち 99.1% が、「強い買い」、「買い」あるいは「中立」推奨であったという。つまり、同時期にナスダック総合指数が大幅に下落するなど、相場が軟調であったにもかかわらず、「売り」またや「強い売り」推奨がレポート全体の 1% にも満たなかったというのである。SEC は、こうした事実を基に、アナリストが示す投資判断の中立性に疑念を抱かざるを得ないと考えるに至ったのである³。

SEC は、2000 年 10 月、公平情報開示規則（レギュレーション FD）を施行し、企業が特定のアナリスト等に対して、重要な未公開情報（material non-public information）を一般への公表に先立って選択的に開示することを禁止した⁴。アナリストの中立性に対する疑念の強まりは、この規則制定の重要な背景の一つとなっている。

2) 投資銀行部門との関係に対する懸念

SEC は、アナリストの中立性を歪めかねない要因として、株式発行企業との直接的な癒着関係に加えて、証券会社内部におけるブローカレッジ部門と投資銀行部門のなれ合い的關係があるのではないかと懸念を抱いている。

² *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983).

³ もっとも、SIA のスタッフ等は、この点について、もともとアナリストが恒常的にフォローできる企業数が限られている以上、アナリストが投資魅力を感じない、買いを推奨できそうもないような企業のレポート作成に時間と労力を割くことはしないためだと指摘している。

⁴ 大崎貞和・平松那須加「求められる公平な情報開示 [フェア・ディスクロージャー]」、『資本市場クォーターリー臨時増刊』No.5、2001 年 5 月、参照。

米国の総合証券会社では、ブローカレッジ部門の証券アナリストが、M&A や引受といった投資銀行部門の担当する案件に参加することが少なくない。もちろん、証券会社社内には、ブローカレッジ部門と投資銀行部門との間に情報隔壁（チャイニーズ・ウォール）が設けられており、厳格な情報管理が求められている。このため、アナリストが投資銀行業務に係わる場合には、一連の作業の最終段階で投資銀行部門側のチームに参加させ、当該案件が終了するまでは投資推奨に関するレポートの執筆および投資家等からの問い合わせへの対応を禁止するといった措置がとられるのが通例である。しかし、SEC は、このチャイニーズ・ウォールが曖昧になっているのではないかと指摘している。

例えば、SEC のローラ・アンガー委員長代行（当時）は、2001 年 4 月に行った講演⁵において、投資銀行業務に証券アナリストに係わる場合の問題として、次の 3 点を指摘した。

（１）引受業務への係わり

証券会社が株式等の発行引受業務を行う場合、当該証券会社のセルサイド・アナリストが、その発行会社に対して低い投資評価を一方的に下せば、発行する証券の円滑な販売に支障を来す可能性が生じるばかりでなく、長期的に発行企業との円満な関係を損なう懸念すらある。そのため、アンガー氏によれば、アナリストは発行企業に好意的な内容のレポートしか発行しないという。実際、SEC が 300 人の最高財務責任者を対象に行った調査では、5 人に 1 人が投資評価の低いレポートを出している証券会社には、引受け等の投資銀行業務を依頼しないと答えたとされる。アンガー氏は、アナリストが推奨内容を変更する場合に、投資銀行部門と対象企業に対して事前に通知することを義務付けている証券会社もあると指摘し、企業がアナリストレポートの事実上の編集者になっていることに対して、強い懸念を示した。

（２）IPO 時の評価

アンガー氏は、投資銀行業務とアナリストの問題は、特にベンチャー企業への投資の分野で深刻であると指摘した。株式の新規公開（IPO）が行われる場合、証券会社や証券アナリストに対する株式売買禁止期間が終了する数日前に、アナリストが所属会社の関連するベンチャーキャピタル等が出資している先の企業に好意的な内容のレポート（booster shot と呼ばれる）を発行して株価の吊り上げを図り、そこで株式を売却して利益を上げるといふ不正行為のおそれがあるという。

（３）アナリストの報酬体系

アンガー氏は、アナリストの報酬を投資銀行部門の収益や参加した案件の数に連動させ

⁵ “Speech by SEC Acting Chairman: How Can Analysts Maintain Their Independence?”, April 19, 2001.

ることで、アナリストの投資銀行業務への積極的な参加を促している証券会社があるとも指摘した。また、アンガー氏によれば、多くの証券会社では、アナリストの利益相反を防止するために、担当企業の株式売買を制限しているが、未公開株式の保有は認められる傾向があるという。

3. 議会・規制当局の対応

1) 米国議会

米国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、証券アナリストの実態を把握するために公聴会⁶を開催した。公聴会では、独立系の調査会社、投資顧問会社、経済・金融系のシンクタンク、金融ジャーナリスト、SIA、全米アナリスト協会（AIMR）、およびアメリカ労働総同盟産業別会議（American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations）が証言を行った。証言内容のポイントは、a)アナリストの利益相反は存在するか、b)アナリストの投資評価は偏っているか、およびc)アナリストの中立性を確保する方法の三つにまとめることができる。

- a) アナリストが、投資評価の中立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」の可能性については、全員がその存在を認める証言を行った。そして、その原因としては、投資銀行やトレーディング部門からの圧力、発行会社からの圧力、アナリストの報酬が投資銀行部門の業績に連動していることなどが指摘された。
- b) アナリストの投資評価の中立性については、SIAと経済系シンクタンクの研究員がアナリストの投資評価を分析した論文を紹介した。同論文の内容は、1986年から1999年までは、アナリストの投資判断は全体として正しく、2000年だけ著しく投資判断が外れたというもので、アナリストの投資評価は、全体として、客観的かつ正確であるとの主張がなされた。また、他の証言者からは、アナリストのレポートは常に市場で評価されており、不公正な評価を行えば信用を失うことになるため、アナリストは中立的な評価を行うという指摘もなされている。

それに対して、独立系の調査会社は、大手総合証券会社のアナリストは、投資銀行部門の顧客となっている企業について中立的な評価を行っていないと主張した。

- c) 投資評価の中立性を確保するための対処方法としては、個人投資家が調査の信憑性を確かめる材料として、アナリストや証券会社と発行会社との利害関係の情報開示を強化し、投資評価のデータベースを作成することや、投資家教育の実施等が提案された。また、証券業界のガイドラインや自主規制で対応すべきだという主張もみられた。

⁶ Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government-Sponsored Enterprises, “Analyzing the Analysts: Are Investors Getting Unbiased Research from Wall Street”, June 14, 2001.

小委員会は、6月27日、既に触れたSIAのガイダンス「調査のベスト・プラクティス」の有効性を審議するために、レビュー委員会を組織することを発表した。レビュー委員会は、SEC、自主規制機関、SIA、証券会社などの利害関係者と、その他有識者とで構成されており、各メンバーは8月21日までにSIAのガイダンスに対する意見書を提出することになっている。その後、小委員会では、提出された意見書をもとにヒアリングを行い、業界の自主的なガイダンスだけでアナリストの中立性を確保できるのか、それとも新たに連邦レベルの立法が必要となるのか等を検討する予定となっている。

2) SEC

SECは、6月28日、投資家向けに「アナリスト推奨の分析」と題する文書⁷を発表した。SECは、アナリストの利益相反の可能性を指摘し、投資家自身が目論見書や各種報告書を活用して、アナリストや証券会社と発行体の利害関係を調べる必要性、およびその方法を解説している。

3) NASD

一方、自主規制機関であるNASDは、会員証券会社とその関係者が特定の証券を推奨する場合に適用される情報開示規則（NASD規則2210）の改正案⁸を7月2日に発表した（表2）。NASDは、アナリストやその所属会社と、発行者との利害関係に関する情報開示を強化することで、投資家に対して、アナリストレポートの中立性が歪められているかどうかを判断する材料を提供することを狙っている。規則改正案は、8月15日までパブリック・コメントを募集した後、必要な修正を加えた上で、SECに提出される予定である。

（1）情報開示の強化

NASD改正案の第一の柱は、新聞や雑誌の広告および販売促進用印刷物による証券の推奨について、推奨を行う者と証券の発行者との利害関係（株式や社債への投資状況や投資銀行業務での関わり等）の開示を強化することである。

- a) 証券アナリストの利害関係（発行者の証券を保有していること、発行者の証券のオプションや先物取引を行っていること、新株引受権を保有していることなど）と、所属証券会社が発行者の発行済み株式の5%以上を保有していること（またはオプションや新株引受権の行使によって保有することになるということ）を新たに開示項目に加える。
- b) 投資銀行部門と発行者との関係に関する開示については、「過去3年以内に担当した

⁷ U.S. Securities and Exchange Commission, “Analyzing Analyst Recommendations”, June 28, 2001.

⁸ NASD Regulation, Inc., “NASD Notice to Members 01-45”, July 2, 2001.

引き受け案件の開示」という規定を、「過去 12 ヶ月以内に提供した投資銀行案件すべての開示」に変更する。これは、投資銀行業務が、証券発行の引き受け以外のアドバイザリー業務に多様化していることを反映した改正であり、期間についても利益相反の可能性が高いという観点から、過去 3 年から 12 ヶ月へ短縮する。

- c) 広告や販売促進用印刷物における情報開示について、「明確かつ目立つ」方法で開示する義務を追加する。具体的には、現在多くのレポートで見られるように、脚注や裏表紙など目立たない場所に免責条項の定型文 (boilerplate disclosure と呼ばれる) を小さなフォントで記すのではなく、本文と同じフォントで、レーティング表示の近くに掲載することを求める。

(2) 公の場への出演

NASD 改正案の第二の柱は、証券アナリストなど NASD 会員の関係者が、ラジオやテレビのインタビュー、セミナー、あるいはフォーラムといった公の場に出演して特定の証券を推奨する場合についても、情報開示規制を適用することである。NASD 会員の関係者が公の場に出演する場合には、a) 出演者、またはその者が運用する一任勘定と発行体との金融面の利害関係、b) 出演者が所属する会員会社が当該発行者の発行済み株式の 5% 以上を保有していること、c) 投資評価の対象となっている発行者が会員の顧客であること、の 3 点を開示させることを提案している。

なお、NASD 規則はテレビ局やラジオ局を拘束しないが、投資情報番組の CNBC や CNNfn は、既に、NASD 規則に従って情報開示を行う意向を示しているという。

表 2 NASD 規則 2210 改正案

NASD 規則 2210(d)(2)(B)

	現行規則	改正案 (下線は改正箇所)
(i)	<p>広告および販売促進用印刷物</p> <p>広告や販売促進用印刷物で証券の推奨を行う場合、推奨であることを表示するか否かにかかわらず、会員は当該推奨について合理的な根拠を有していなければならない、以下の項目のうち該当するすべての情報を開示しなければならない。</p>	<p>広告や販売促進用印刷物で証券の推奨を行う場合、推奨であることを表示するか否かにかかわらず、会員は当該推奨について合理的な根拠を有していなければならない、<u>明確かつ目立つ方法</u>で、以下の項目のうち該当するすべての情報を開示しなければならない。</p>
a.	<ul style="list-style-type: none"> ・会員が、推奨証券、またはオプションを推奨している場合にはそのオプションの対象となっている証券の、マーケット・メイクを日常的に行っていること。 ・会員またはその関係者が、推奨証券を、自己勘定で売買するであろうこと。 	改正なし
b.	<p>会員および/またはその役員あるいはパートナーが、推奨証券を発行する発行者のいかなる種類の証券を購入するオプション、新株引受権、または株式買取権を保有していること (名目的な保有を除く)。</p>	<p><u>会員の役員またはパートナーの誰かが</u>、推奨証券を発行する発行者のいかなる種類の証券を購入するオプション、新株引受権、または株式買取権を保有していること (名目的な保有を除く)。</p>

■ 資本市場クォーター 2001 年 夏

c.	会員が、過去三年以内に、推奨されている証券の発行者の証券発行において引受け幹事または副幹事を務めたこと。	会員が、 <u>過去 12 ヶ月以内に、推奨されている発行者に投資銀行サービスを提供し、その対価として当該発行者から報酬を受け取ったこと。</u>
d.		(新設) ・推奨に対して主たる責任を負う者または複数の者、あるいはそれらの者または複数の者が運用する一任勘定が、推奨された発行者の発行するいかなる証券に対して金融の利害関係を有していること。 ・そして、その金融面の利害関係の内容（オプション、新株引受権、株式買取権、先物、ロングまたはショートポジションなどすべてを含むがこれらに限られない）。
e.		(新設) 会員が、推奨された発行者のいかなる種類の発行済み株式の 5%以上を保有していること（またはオプションや新株引受権の行使によって保有することになるということ）。
(ii)		((ii)はすべて新しい内容) 公の場への出演 公の場へ出演するいかなる場合にも、推奨を行う関係者は（推奨であることを表示しているか否かにかかわらず）以下の項目のうち該当するすべての情報を開示しなければならない。
a.		推奨された証券の発行者が、推奨を行った者の関係している会員の顧客であること
b.		・関係者、または関係者が運用している一任勘定が、推奨された発行者の発行するいかなる証券に対して金融の利害関係を有していること。 ・そして、その金融面の利害関係の内容（オプション、新株引受権、株式買取権、先物、ロングまたはショートポジションなどすべてを含むがこれらに限られない）。
c.		会員が、推奨された発行者のいかなる種類の発行済み株式の 5%以上を保有していること（またはオプションや新株引受権の行使によって保有することになるということ）。
		公の場への出演とは、セミナー、フォーラム（双方向型の電子フォーラムを含む）、ラジオまたはテレビのインタビューへの参加、またその他の公の場への出演や公の場での発言活動のことをいう。
(iii)	旧(ii) 会員は、推奨を裏付ける有効な投資情報も提供し、または要請があればそのような情報を提供しなければならない。 株式の推奨を行う場合には、推奨する時点での株価を提示しなければならない。	広告および販売促進用印刷物においては、 <u>会員は、推奨を裏付ける有効な投資情報も提供し、または要請があればそのような情報を提供しなければならない。</u> 株式の推奨を行う場合には、推奨する時点での株価を提示しなければならない。

(出所) "NASD Notice to Members 01-45"より野村総合研究所作成

4. わが国への示唆

以上のような米国における動きは、国際的な広がりを見せ始めている。

2001年6月23～29日に開催されたIOSCOの年次総会では、「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た。各国の証券監督機関をメンバーとするタスクフォースが組織され、アナリストに対する新たな規制の必要性があるかどうかといった検討がなされることになったのである。

証券アナリストに関するタスクフォースの議長は、日本の金融庁が務める。同タスクフォースでは、IOSCOに加盟している各国で証券アナリストの実態調査を行い、その調査結果に基づいて意見交換を行うことが予定されている。金融庁も、7月から8月にかけて、日本証券アナリスト協会を通してアナリストの実態調査を行うとされている。その調査内容には、わが国の証券会社がどのような行為規範を設けているのか、そしてその発動事例はあるのかといった点が含まれる見通しである。

もっとも、米国で議論の的となったような、アナリストによる担当企業株式の保有や売買は、わが国の証券会社では、社内規則で禁じられていることが多く、實際上、大きな問題とはならないとも考えられる。とはいえ、わが国においても、最近では、アナリストの投資銀行業務への関与が活発になってきており、担当企業との癒着的な関係が生じないとは言いきれない面がある。米国との違いにも留意しつつ、アナリストの役割に関する議論を深めていく必要があるだろう。

(平松 那須加)