

米国における証券アナリストをめぐる規制の見直し

米国では、インターネット・バブルの崩壊後、証券市場に対する人々の信頼が揺らいでいる。その一つとして、投資家に代わって企業の分析を行う証券アナリストの投資評価が不当に歪められている危険性が社会的に大きな問題に発展している。今までに、全米証券業協会（NASD）とニューヨーク証券取引所（NYSE）が関連規則を制定したほか、大手証券会社メリルリンチが同社に所属するアナリストの利益相反の可能性を問われ、情報開示の強化等の対策を講じることでニューヨーク州司法当局との和解が成立した。本稿では、米国におけるアナリストの中立性問題の背景、および現在までの動向を総括する。

1. アナリストに対する不信感の高まり

米国で、証券会社のブローカレッジ部門に所属するセルサイド・アナリストに対する不信感が高まっている。アナリストが、投資評価の中立性よりも、自分の所属する証券会社の投資銀行部門やトレーディング部門、発行企業、あるいは自己の利益を優先しているのではないかという疑念が生じているのである。そのような利益相反の事実については、アナリストと直接、電話やミーティングで接触する機会のある機関投資家はある程度認識していた可能性が高いが、アナリスト・レポートに書かれている分析や評価を信用してきた個人投資家は知る由もなかったことが問題となっている。米国では、TVの金融情報番組に大手証券会社のアナリストが出演する機会も多く、アナリストの投資評価が個人投資家に大きな影響を及ぼしている。アナリストに対する不信感、社会的に大きな問題に発展している。

アナリストの中立性が注目されるようになったきっかけとしては、インターネット関連企業の株価が暴落して多くの投資家が損を出し、インターネット銘柄を推奨してきたアナリストの分析能力や評価に対して、投資家が疑問を抱くようになったことが大きい。米国証券取引委員会（SEC）や連邦議会では、2001年の夏頃から、アナリストの中立性をめぐる議論が繰り広げられてきた。1999年から2000年にかけてアナリストが発行したレポートのうち、「セル」や「ストロング・セル」が全体の1%にも満たなかったという調査結果から、アナリストの投資評価が不当に偏っているという疑念を抱くようになったのである。

2. アナリストの中立性を歪める要因

アナリストの投資評価の中立性を歪める可能性のある要因は、大きく三つに分けることができる。証券会社の社内体制、発行企業との関係、そして個人的な利益である。

1) 証券会社の社内体制

アナリストの投資評価を歪める可能性のある証券会社の社内体制の問題としては、特にアナリストと投資銀行部門との関係が注目されている。

1975年の売買委託手数料の自由化とその後の手数料低下の影響で、証券会社のブローカレッジ業務からの収益は減少し、代わりに投資銀行業務が重要な収入源となった。その結果、調査部門の費用をブローカレッジ部門ではなく投資銀行部門が負担するようになった。

ウォール街の大手証券会社では、引受や M&A のアドバイザー等の投資銀行業務に、セルサイド・アナリストが参加することが少なくない。アナリストが所属するブローカレッジ部門と投資銀行部門の間には、インサイダー取引といった不正行為を防止するために情報隔壁（チャイニーズ・ウォール）が設けられ、徹底した情報管理が求められている。アナリストは、投資銀行業務に関与している間にブローカレッジ部門の顧客の問い合わせを受けたり、レポートを発行したりすることがないように、社内で管理されている。しかし、投資銀行業務の案件を獲得・成功させるために、投資銀行の顧客である発行会社に好意的な投資評価を付けるよう、アナリストが投資銀行部門から圧力を受けることは防止できていないのではないかと懸念されている。

また、アナリストの報酬額が投資銀行部門の案件獲得数や業績に連動する、あるいは投資銀行部門による評価が反映されるという報酬体系も、アナリストの投資評価を歪める結果を招くと問題視されている。

2) 発行企業との関係

発行企業との関係では、アナリストは、発行企業から優先的に情報を入手するために、企業に好意的な投資評価を下す恐れがある。特に米国では、企業が自ら業績見通しを発表することは一般的でなく、アナリストの収益予想や分析内容を IR 担当者が目を通し、場合によっては助言を与えるという慣行があったため、アナリストは企業との親密な関係を維持するために投資評価を歪める可能性があると言われてきた。この点について、SEC は、2000年10月に施行された公平情報開示規則（レギュレーション FD）を制定し、企業が、特定のアナリストやファンド・マネジャーに、一般には公開していない重要な情報を選択的に開示することを禁止した¹。

¹ レギュレーション FD の詳細は、大崎貞和・平松那須加「米国における選択的開示規制の強化」『資

一方で、投資評価を引き下げると発行企業の対応が悪くなるということが指摘されており、そのような発行企業からの圧力が、依然としてアナリストの中立的な投資判断を妨げているという意見もある。この点について、連邦議会上院の委員会の公聴会²で、プルデンシャル・セキュリティーズの銀行アナリスト、マイケル・メイヨ氏が証言している。メイヨ氏は、発行会社は、強気な投資評価を付けているアナリストに最初に電話を返し、時にはCEOをはじめとする幹部職員に電話をつないでくれるのに対して、批判的な投資評価を付けているアナリストには電話を返さないことさえあると指摘している。また、発行会社には、自社に批判的なアナリストにはコンファレンス・コールで質問する機会を与えない、経営陣とのミーティングをセッティングしない、証券会社が主催する機関投資家向けのコンファレンスに関しては自社に好意的な投資評価を付けているアナリストが所属する証券会社のものだけに参加する、といった傾向があるとしている。

もっとも、以上のような発行企業との関係は、アナリストの中立性をめぐる現在までの議論においては、あまり言及されていないのが現状である。

3) 個人的な利益

アナリストが担当企業の株式を個人的に保有している場合、どうしても思い入れが強くなってしまい、あるいは悪意を持って株価を引き上げるために好意的な投資評価を下す危険性も完全には否定できない。証券会社によっては、社内規則で、アナリストが担当企業の株式を保有することを禁止する、あるいは保有すること自体は禁止しない代わりに株式保有の事実を投資家に公表し、売却のタイミングを制限する会社もある。

3. アナリストの中立性問題への取り組み

証券アナリストの中立性については、2001年4月の時点で、SEC委員長代行ローラ・アンガー氏（当時）が、アナリストの投資銀行業務への関与やアナリストの報酬体系の影響を挙げて、投資評価が不当に歪められている可能性を指摘していた³。

2001年6月には、証券会社の任意団体である証券業者協会（SIA）から、証券アナリストの健全な調査業務を支援するための自主的なガイダンス「調査のベスト・プラクティス」が発表され⁴、米国連邦議会では、そのガイダンスの内容を評価すると同時に、望ましい規

本市場クォーターリー』2000年秋号、大崎貞和・平松那須加「求められる公平な情報開示」『資本市場クォーターリー臨時増刊』No.5 参照。

² March 19, 2002. Hearing on “Accounting and Investor Protection Issues Raised by Enron and Other Public Companies”, Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. メイヨ氏は、現職に就く以前は、UBS、リーマン・ブラザーズ、クレディ・スイス・ファースト・ボストンでアナリスト業務に携った経験がある。

³ “Speech by SEC Acting Chairman: How Can Analysts Maintain Their Independence?” April 19, 2001.

⁴ Securities Industry Association, “Best Practice for Research”, June 12, 2001. 詳細は、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』2001年夏号参照。

制方法が審議された。その中心となったのは、健全な証券市場のあり方と投資家保護を検討する連邦議会下院の金融サービス委員会である。同委員会は、アナリストの実態を把握するための公聴会を開催し、SIA のガイダンスを評価する委員会を設置して追加的な規則の制定の必要性を検討した。その結果として、証券業界の自主規制機関である全米証券業協会 (NASD) とニューヨーク証券取引所 (NYSE) が、連邦議会や SEC の協力の下でアナリストの利益相反を防止する規則を制定した。それとは別に、ニューヨーク州司法当局がウォール街の大手証券会社の捜査を行い、メリルリンチに対して同社に所属するアナリストの利益相反の可能性を指摘し、その後の話し合いで 2002 年 5 月 21 日に和解が成立した。

図表 1 アナリストの中立性をめぐる米国の動向

2001 年 6 月 12 日	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”)」を公表。
6 月 14 日	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 月 27 日	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 月 28 日	SEC、「アナリスト推奨の分析 (“Analyzing Analyst Recommendations”)」を公表。
7 月 2 日	全米証券業協会 (NASD)、情報開示規則の改正案を公表。
7 月 31 日	下院の金融サービス委員会、公聴会 (“Analyzing the Analysts II: Additional Perspectives”) を開催。
2002 年 2 月 7 日	NASD と NYSE、証券アナリストの利益相反を防止する規則案を公表。
4 月 8 日	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 月 18 日	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公表。
4 月 25 日	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 月 8 日	SEC、NASD と NYSE の新規則を承認。
5 月 21 日	ニューヨーク州司法当局とメリルリンチ、和解成立を公表。
7 月 1 日	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 月 9 日	NASD と NYSE の新規則が施行。

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

以下では、1) 投資銀行業務とアナリストの利益相反が実際に問題とされたメリルリンチのケースと、2) 連邦議会で SIA のガイダンスを吟味した結果、制定されることとなった NASD と NYSE の新しい規則を紹介する。

1) メリルリンチのケース

(1) 経緯

2002 年 4 月、ニューヨーク州司法当局は、メリルリンチ株式調査部門のインターネット・グループが発行するアナリスト・レポートの投資評価が、同社の投資銀行部門の業績を上げるために不当に歪められており、ニューヨーク州の証券法⁵の禁止する「詐欺および詐欺

⁵ General Business Law Article 23-A, Fraudulent Practices in Respect to Stocks, Bonds and other securities. ニューヨーク州内および州外への証券の募集・売り出しを規制する法で、一般に the Martin Act と呼ばれて

的な行為⁶」にあたる疑いがあるとし、ニューヨーク州最高裁判所に、メリルリンチおよびインターネット・グループのアナリスト 8 名の召喚状と同社の投資銀行部門と発行会社との取引関係を公表せずにアナリスト・レポートを発行することに対する差止命令の発給を申し立てた。

ニューヨーク州司法当局は、米国でアナリストの中立性問題が活発に議論され始めた 2001 年 6 月、メリルリンチのインターネット・グループの捜査を開始した。捜査員は、数千件の電子メールを含む 3 万以上の書類に目を通し、20 名ほどの証人に対して事情聴取を行ったとされる。司法当局は、メリルリンチは会社全体としては捜査に協力的であったが、アナリスト等の証人が、通常忘れるはずのない肝心な会話や書類について、「記憶にない」と発言するなど信頼性に欠ける証言をしたため、召喚状を要請したと発表した。

なお、今回の申立ての根拠となったニューヨーク州の証券法では、司法当局に以下のような権限が認められている。まず、司法当局が予備捜査を行って詐欺的な行為の存在が認められ、追加捜査のために被告人を召喚し、文書等の証拠品の強制的な提出が「重要で必要」と判断される場合、司法長官は、州の最高裁判所に参考人の召喚状の発給を申し立てることができる⁷。また、司法長官は、違反行為の差止命令を申し立てることも認められている。そして、追加捜査の結果、詐欺的な行為があった、もしくはそのような行為が生じると信じるに足る証拠を入手した場合には、司法長官は、ニューヨーク州の州民に代わって裁判所に違反行為の本案的差止命令を申立て、賠償請求および刑事訴追を行う権限が与えられている⁸。

ニューヨーク州司法当局の申立てを受けて、ニューヨーク州最高裁判所は 2002 年 4 月 8 日、メリルリンチおよびインターネット・グループのアナリストの召喚状と、利益相反の可能性について情報を開示せずにアナリスト・レポートを発行することに対して差止命令を出した。その差止命令に応じて、メリルリンチはアナリスト・レポートに関する情報開示を強化することに合意した。その後、ニューヨーク州司法当局には刑事訴追という道もあったが、メリルリンチが和解金の支払いや社内体制の整備といった措置を講じることに合意し、5 月 21 日に和解が成立した。

(2) 問題となった行為

ニューヨーク州司法当局が問題としたメリルリンチ社内の慣行は、いずれも、アナリス

いる。ニューヨーク州司法長官に、証券の新規発行、取引、購入、売却、プロモーション、譲渡、投資アドバイス、ディストリビューションについて個人や法人の活動を捜査する権限を付与している。

⁶ The Martin Act 352 条は「詐欺および詐欺的な行為」に、金銭をだまし取るための計略、計画、策略の手段で、偽りの主張、表現、約束、架空または偽りの購入や売却、証券の売り出しや投資アドバイスに関連した事実の隠ぺい、詐欺、偽りの主張や約束を含むとしている。

⁷ The Martin Act 354 条

⁸ The Martin Act 353 条（本案的差止命令・賠償）、352-c 条および 358 条（刑事訴追）。英米法では民事手続と刑事手続の明確な区別がなく、ニューヨーク州司法当局が州の住民に代わって差止命令と賠償の請求を行うことが規定されている。

トの利益相反として懸念されていたことが実際に発生していた可能性を示すものであり、投資家の間で波紋を呼んでいる。

第一に、ニューヨーク州司法当局は、インターネット・グループのアナリストの執筆するレポートが、投資銀行部門が顧客を獲得する、あるいは引きとめておくことに主眼をおき、アナリストが投資銀行部門の営業担当者としての役割を果たしていたことを問題とした。たとえば、インターネット・グループが調査対象とする銘柄の選択や、投資評価に関する最終的な判断に、投資銀行部門との関係が深く影響を与えていたことを指摘した。その証拠として、インターネット・グループのヘッドを務めたヘンリー・ブロジット氏が、アナリストが調査対象とする企業は投資銀行部門の顧客であるかどうか重要であるとし、グループ・メンバーの作業時間の半分は投資銀行関連業務に割くことを要請していたことが指摘されている。そして、投資銀行部門側も、インターネット・グループのアナリスト・レポートを契約を獲得するための道具として活用し、アナリストも自主的に分析モデルやレポートの内容について投資銀行部門や発行会社に確認をとることがあったとされる。以上のような行為は、アナリストが発行会社の経営者にレポート発行前に投資評価を見せることを禁止する、メリルリンチの社内規則にも反するものであった。

第二に、メリルリンチでは、各アナリストが、自分の調査が M&A のアドバイザーや引受案件につながったという実績を上司に報告し、それに基づいた評価を受けていたことを示す社内メールの存在が発覚し、アナリストの報酬額が投資銀行部門への貢献によって決まる制度であったことが指摘された。

第三に、ニューヨーク州司法当局は、メリルリンチのインターネット・グループのレーティング・システムが、投資家に誤解を与えるものであった点を問題とした。メリルリンチでは「バイ」、「アキュムレート」、「ニュートラル」、「リデュース」「セル」の5段階のレーティング・システムが設けられていたが、ニューヨーク州司法当局の捜査によれば、1999年春から2001年秋までにインターネット・グループが発行したレポートに「リデュース」や「セル」がつけられたことは一度もなく、そのような評価をつけなければならない場合には、投資家に対する事前の説明や通知もなく、レポートを書くこと自体を取りやめていたとされる。その結果、「ニュートラル」の銘柄でも、インターネット・グループのアナリストの間では「くず (piece of crap や piece of shit)」と呼ばれていたとされる。

(3) 和解の内容

5月21日に発表された和解でメリルリンチが実行する措置は(図表2)、第一に、アナリストの報酬を、投資銀行部門の特定の案件だけでなく部門全体の業績からも完全に分離し、第二にアナリストの中立性をチェックする独立の委員会を設置し、第三に特定の銘柄の調査を停止する場合にはその理由を投資家に説明する、という点が特徴的である。その他の情報開示の部分については、後述するNASDとNYSEの規則とほぼ同じ内容となっている。メリルリンチは、6月7日付のプレス・リリースで、アナリストの報酬は、レーティングや収益予想の正確さ、個人および機関投資家へのサービス、ブローカレッジ部門の顧客からの評価、顧客に提供した投資機会といった要素を考慮して決定すると発表している。

図表2 ニューヨーク州司法当局とメリルリンチの和解内容

<p>アナリストの報酬</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 株式調査部門のアナリストの評価および報酬を、投資銀行部門の業務から完全に分離する。 ・ 担当企業からの投資銀行業務関連のフィーを報酬に反映させない。 ・ 投資銀行部門の人員がアナリストを評価することを禁止する。
<p>監視委員会の設置・監督官の任命</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 社内に、アナリストの投資評価の中立性をチェックする委員会を新しく設立する。 ・ ニューヨーク州司法当局と合意した対策の実行状況を監督する者を配置する。監督官の任命には、司法長官の承認が必要である。
<p>調査停止の理由の公表</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 調査を停止する場合には、その理由を説明したレポートを発行する。 ・ その際、最後に発表した投資評価はもはや有効でない旨を記すこと。
<p>利益相反の可能性に関する開示</p> <p>ニューヨーク州最高裁判所の命令に従い、以下のようにアナリスト・レポートにおける情報開示を強化する。なお、メリルリンチは、ニューヨークだけでなく全世界で発行するアナリスト・レポートのすべてについて、情報開示を強化する方針である。</p> <ol style="list-style-type: none"> メリルリンチの調査部門が調査対象としている発行会社の過去12ヶ月間の引受・M&A案件(公表ベース)で、メリルリンチの投資銀行部門が担当し、それに対する報酬を受け取ったあるいは受け取る予定となっているものを掲載する。 レポートの表紙に、投資家はメリルリンチが当該発行体に対して、現在、投資銀行およびその他の業務の勧誘を行っている、あるいは将来的に勧誘することを想定しなければならないという趣旨の文言を載せる。 メリルリンチのアナリストが発表したレーティングを以下のカテゴリーごとに集計し、各カテゴリーにおけるレーティングの分布状況をレポートに掲載する。 <ol style="list-style-type: none"> レポートの評価対象となっている企業の所属するセクター、 同じセクターの中で、メリルリンチが過去12ヶ月間に株式発行引受とM&Aを担当して報酬を受け取った企業、 メリルリンチがグローバルでカバーしている全企業、 全企業のうち、メリルリンチが過去12ヶ月間で株式発行引受とM&Aを担当して報酬を受け取った企業
<p>その他</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 1億ドルの和解金を支払う。 ・ アナリストの利益相反問題に関する謝罪声明を発表する。

(出所) メリルリンチのプレス・リリースより野村総合研究所作成

2) NASD と NYSE の新規則

NASD と NYSE のアナリストの利益相反を防止するための規則は、2002年5月8日に SEC によって承認され⁹、一部の規則を除いて7月9日に施行された。

新規則は、SIA のガイダンスと同様に、証券会社に対して (1) 調査部門と投資銀行部門との間のチャイニーズ・ウォールを強化すること、(2) アナリストの報酬を投資銀行業務の特定の案件に連動させないこと、(3) 利益相反の可能性がある事実は開示すること、(4) アナリストに担当企業銘柄の個人的な売買を制限することを求めている。

但し、NASD と NYSE の規則では、新たに、引受幹事会社に IPO 後のレポート発行禁止期間を定め、レーティングの分布状況と過去の推移や、投資評価の対象となっている発行企業と投資銀行部門との取引関係の開示を義務付けている (図表 3)。アナリストの報酬についても、NASD と NYSE の新規則は、投資銀行部門全体の業績をベースとしている場合にその旨を開示することを求めている¹⁰。以下、主な規則の内容を詳しく紹介する。

⁹ Securities and Exchange Commission, Release No. 34-45908. 新しい規則は、NASD Rule 2711 (“Research Analysts and Research Reports”), New York Stock Exchange Rules 351 (“Reporting Requirements”) および 472 (“Communications with the Public”)

¹⁰ なお、新規則でいうアナリスト・レポートとは、文書または電子的なコミュニケーションで、個別企業または産業の株式分析を含み、投資判断の材料として十分な情報を提供し、投資推奨を含むものを指している。証券会社が顧客とのソフトダラー契約で第三者機関のレポートを提供する場合には、同規則は適用されない。New York Stock Exchange and National Association of Securities Dealers, Inc., “Joint Memorandum of NASD and the New York Stock Exchange, Discussion and Interpretation of Rules Governing Research Analysts and Research Reports”

図表3 SIAのガイダンスとNASD・NYSEの新規則 主要項目の比較

	SIAのガイダンス	NASD・NYSE規則
チャイニーズ・ウォールの強化 アナリストが投資銀行部門の監督下に入ることを禁止 ○ アナリストの調査の中立性を確保し、定期的に投資評価のパフォーマンス等をチェックする人員の配置。 ○ 調査部門の幹部職員が担当 × アナリストが、投資銀行部門や発行企業に、事実の確認以外の目的でレポート原稿を見せることや、投資評価や分析に対する承認を求めることを禁止。 ○ 法務、コンプライアンス担当者等を介さずに、投資銀行部門とアナリストが接触することを禁止。 ○ 顧客や潜在顧客である発行会社に、一定の投資評価や目標株価を保証することを禁止。 ○		
アナリストの報酬体系 アナリストの報酬を、投資銀行業務の特定の案件に連動させることを禁止。 ○ アナリストの報酬を、投資銀行部門全体の業績をベースとして決定している事実を開示。 ×		○ ○
レポートの発行禁止期間 (クワイエット・ピリオド) ×		証券発行の引受幹事会社は、IPO日から40日間、発行日から10日間はレポートの発行を禁止。
利益相反の可能性に関する開示 アナリスト本人やその家族による証券の保有、証券会社による株式の保有の開示。 ○ 投資評価の対象となっている発行企業に、投資銀行業務のサービスを提供した事実、または提供する予定である事実を開示。 「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記載する」という規定。		○ 開示の対象期間は、レポートの発行前12ヶ月間と発行後3ヶ月間。
レーティングに関する開示 レーティングの定義を説明。 × レーティングの分布状況を開示。 過去のレーティングの推移を開示。		バイ、ニュートラル、セルの分布状況を開示。過去3年間の株価とレーティングの推移をグラフ化。
アナリストの個人的な利益 担当企業の証券の売買制限期間 投資評価と矛盾する売買の禁止 ○	売買禁止期間は、レポート執筆中と、発行後の合理的な期間 ○	売買禁止期間は、レポートの発行前30日間と発行後5日間 ○

(出所) SIAの“Best Practice for Research”とSEC発表資料より野村総合研究所作成

(1) 社内体制に関する規則

新規則は、調査部門と投資銀行部門との間のチャイニーズ・ウォールの強化を義務付けている。調査部門の人員が投資銀行部門（引受、M&Aのアドバイザー、ベンチャー投資等を扱う部署を指す）の監督・管理下に置かれることを禁止し、アナリストと投資銀行部員との書面のやりとりは、すべて法務・コンプライアンス担当者を経由して行うことを

義務付けている。そして、アナリスト・レポートの中立性を確保するために、証券会社が顧客あるいは見込み顧客に対する営業において、一定の投資評価、収益予想、目標株価を保証する、または契約をしなければ投資評価を引き下げると脅すことを禁じている。また、アナリストが発表前の投資評価を投資銀行部門や発行会社に見せて承認を求めることを禁じている。

アナリストの報酬については、新規則は、投資銀行業務の特定の案件に連動させることを禁じている。もっとも、投資銀行部門へのサービスも含めた全体的なパフォーマンスを考慮した報酬を与えることは問題ないとされる。但し、報酬額の決定要因の一つとして投資銀行部門の収入が考慮される場合には、その旨をレポートで開示しなければならない。

(2) IPO 後のアナリスト・レポート発行禁止期間

証券会社の投資銀行部門が、発行会社から引受幹事に指名されるために、IPO あるいは IPO 後の新株発行の際に好意的な内容のアナリスト・レポートを発行することを約束するという利益相反行為を是正するために、レポートの発行禁止期間の規則が導入された。新規則では、証券会社は、IPO の引受幹事を務める場合は公開日後の 40 日間、そして IPO 後の新株発行の場合には発行日から 10 日間はアナリスト・レポートを発行することができないとされる¹¹。引受幹事を務めていない証券会社や独立系調査会社のアナリストのレポートが発行された後にしか、引受幹事会社がアナリスト・レポートを発行することができなければ、好意的な内容のレポートを発行することの意味が薄らぐという考えに基づいている。

但し、流動性の高い銘柄¹²については、既に多くの企業情報が市場で共有されているはずで、引受幹事会社のアナリスト・レポートの影響はさほど大きくないであろうとの理由から、レポートの発行禁止期間は適用されない。また、重大なニュースや出来事が発生した場合には、例外として発行禁止期間であってもレポートを発行できるとされる。

(3) 利益相反の可能性の開示

第一に、証券会社は、レポートの投資評価の対象となっている発行会社と自社の投資銀行部門、および発行会社と自社の関連会社との取引関係を開示することを義務付けられる。レポート発行日前 12 ヶ月間に引受などの投資銀行業務のサービスを提供し、その対価として報酬を受け取った事実、およびレポートの発行日後 3 ヶ月間に投資銀行業務のサービス

¹¹ 1933 年証券法では、証券取引所上場企業およびナスダック登録企業の IPO に関して、IPO の日から 25 日間は、目論見書を予めまたは同時に交付することなくアナリスト・レポートを配布することが禁止されている。また、上場会社以外の場合は、90 日間は目論見書の交付が必要であり、その間、証券会社はアナリスト・レポートを発行しないことが多い。その期間は、クワイエット・ピリオドと呼ばれている。(Securities and Exchange Commission, Release No. 34-45908)

¹² 流動性の高い銘柄 (actively traded securities) とは、SEC への発行登録日の直前 2 ヶ月間、または登録前の 10 日間のいずれかから遡って 60 日間の世界全市場における 1 日平均出来高が 100 万ドル以上で、かつその発行会社の普通株式の上場時価総額が 1 億 5000 万ドル以上であるものを指す。(1933 年証券法規則 101(c)1)

を提供して報酬を受け取る予定がある、またはその意向があるという事実をレポートに記載しなければならない。

第二に、新規則は、証券会社およびその関連会社の利害関係を開示することを求めている。アナリスト・レポートの発行日あるいはアナリストが TV など公の場に登場して証券の推奨を行う日の直前の月末時点に、証券会社またはその関連会社が、推奨対象となる発行会社の発行済み株式を 1%以上保有している場合は、その事実を開示しなければならない。企業の発行証券のマーケット・メーカーであることも開示する。以上の証券会社またはその関連会社の株式保有に関する開示規則は、2002 年 11 月 6 日に施行される。

第三に、証券会社は、アナリスト個人の利害関係をレポートで開示する義務を負う。アナリスト本人またはその家族が担当企業の証券を保有していること、当該企業の取締役、役員、あるいは顧問を務めていることなどが対象である。

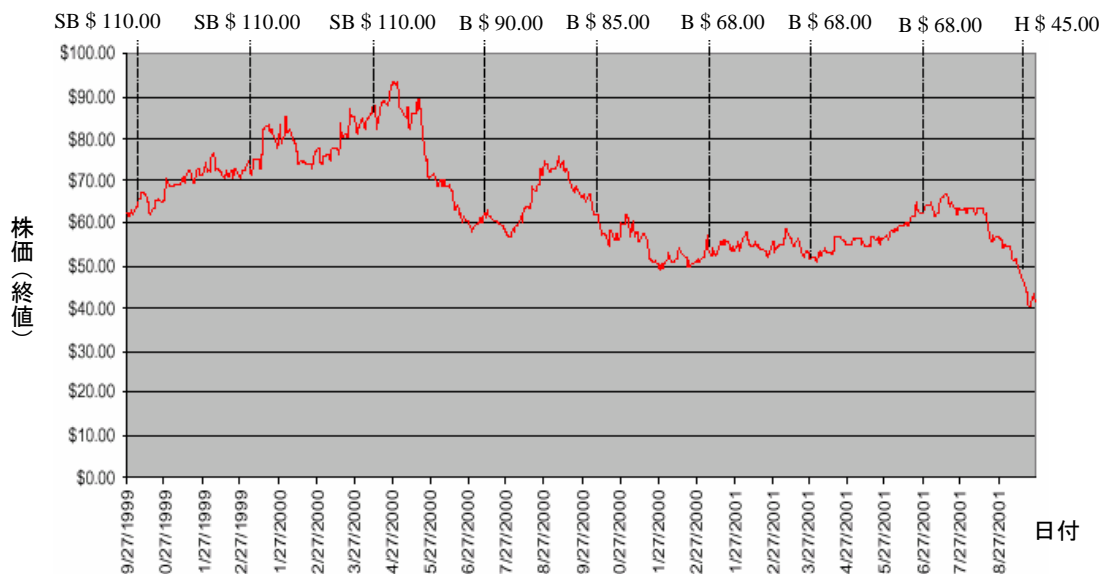
(4) レーティングに関する開示

証券会社は、2002 年 9 月 9 日から、レーティングの定義をレポートに記載し、以下の開示が義務付けられる。

第一に、証券会社は四半期ごとに社内のアナリストが執筆したレポートの投資評価を集計し、「バイ」、「ニュートラル」、「セル」に該当するレーティングの比率を算出し、その分布状況を開示しなければならない。その際に、各レーティングにおける投資銀行部門の顧客の割合も開示することが求められている。これは、各証券会社で異なるレーティング・システムを標準化して他社との比較を可能にし、かつ、投資銀行部門の顧客に対して好意的な投資評価を与える傾向がないかどうかを示すためである。

第二に、証券会社は、当該企業の株価推移と、過去に自社のアナリストがその企業について発表してきたレーティング・目標株価を示したグラフ（図表 4 がその例）をレポートに掲載することが義務付けられている。グラフの対象となる期間は、レポート発行日から遡って 3 年（調査対象銘柄に入れてから 3 年経過していない場合には、調査開始時点から）とし、直近の四半期末までの情報を含むことが求められている。その間に担当アナリストが変更している場合も、全てのレーティングと目標株価を示し、各社の裁量で、どの時点でアナリストが交代したのかを示すこともできる。また、各証券会社は、株価チャートに参考データとして S&P500 等のベンチマークを加えることもできる。その場合には、同じセクターで調査対象となっている他の銘柄のレポートにも、株価チャートに同様にベンチマークを加えなければならない。

図表 4 株価とレーティング・目標株価のグラフ



(注) レーティングの表示は、SB：強い買い、B：買い、H：中立、S：売り。

(出所) NASD 資料

(5) アナリストの個人的な証券投資

新規則は、アナリストが担当企業の証券に投資することは禁じていない。しかし、売買に関する厳格な制限を設けて、インサイダー取引等の利益相反行為を防止しようとしている。具体的には、アナリストとその家族（主たる住居がアナリストと同じである者）による証券の売買禁止期間が設定され¹³、アナリスト・レポートで買い推奨となっている証券を売却するなど、レーティングと矛盾した売買を行うことが禁止されている。

以上の投資制限には、例外も設けられている。たとえば、証券の売買が、売買禁止期間よりも前に法務・コンプライアンス担当者によって承認されている場合や、個人の深刻な金融事情による場合は、売買禁止期間は適用されない。また、アナリストが特定の企業を担当し始めてから 30 日以内に、もともと保有していた証券を一括して売却する場合にも、売買禁止期間は適用されない。

3) 引き続き注目される規制の動向

アナリストの利益相反については、引き続き、ニューヨーク州司法当局が中心となって、州政府レベルでの対応が積極的に進められている。ニューヨーク州司法当局は、メリルリンチ以外にもウォール街の大手証券の捜査を進めているといわれており、ニューヨーク州司法長官のスピッツァー氏は、他の証券会社に対してもメリルリンチと同様の措置を要請

¹³ レポート発行日およびレーティングや目標株価の変更日から前 30 日間および後 5 日間は、その企業が発行する有価証券、およびそのオプション、金融派生商品の売買が禁止される。

する可能性が高いとしている。

スピッツァーニューヨーク州司法長官は、NASD と NYSE の規則がアナリストの利益相反を防止するには不十分であるとして、メリルリンチと同様の利益相反防止策を規則化することを推し進めている。2002 年 6 月 26 日、連邦議会上院の消費者問題、対外通商、および観光に関する小委員会の公聴会で証言した際にも、アナリストの報酬を投資銀行部門の業績から分離すること、ある銘柄を調査対象銘柄から外す場合にはその理由を公表すること、そしてアナリスト・レポートの投資評価の中立性をチェックする独立の委員会を社内に設置することの必要を指摘した。

また、スピッツァー氏は、ニューヨーク州の会計監査長官、ノースカロライナ州およびカリフォルニア州の財務長官と、7 月 1 日、州の公務員年金基金の取引相手となる証券会社や資産運用会社に対して、一定の利益相反防止策を義務付ける方針を発表した¹⁴。証券会社に対しては、メリルリンチと同様の利益相反防止策を要請としている。また、注目すべきことに、資産運用会社に対しても、ポートフォリオ・マネジャーやアナリストの報酬体系、証券会社に支払った手数料とそのうちメリルリンチと同様の利益相反防止策を講じている証券会社に支払った手数料の割合、401(k)プランをはじめとする企業との取引関係を定期的の開示することを要請している。これは、アナリストの投資評価が 401(k)プランの運用委託を受けた顧客や潜在顧客に対して不当に好意的になり、公務員年金基金のポートフォリオに顧客企業の証券を優先的に組入れるという利益相反の可能性を把握することが目的である。

一方、州司法当局だけでなく、SEC も証券会社に対する正式な捜査を開始している。SEC ハーベイ・ピット委員長の 2002 年 4 月 25 日の発表によれば、SEC は、NYSE、NASD、ニューヨーク州司法長官、北米証券監督者協会 (NASAA)、各州当局と合同捜査を開始することになった。ピット委員長は、捜査の結果に鑑みて追加的な規制の必要性を検討すると発言しており、アナリストの利益相反に対する規制が強化される可能性もある。

4. おわりに

アナリストは、証券市場において、投資家に代わって企業の情報を収集し、それを分析して投資評価を示すという重要な役割を担っている。投資評価がどれだけ正確であるかという点で、アナリストは投資家から評価され、信頼を獲得してゆくべきである。しかし、現実には、その投資評価が、社内の投資銀行部門からの要請、投資銀行部門への貢献によって決まるアナリストの報酬体系、発行企業からの圧力といった要因によって、アナリストの真意とは関係なく、歪められる危険にさらされている。現在までの米国の取り組みは、

¹⁴ State and Public Pension Fund Investment Protection Principles, July 1, 2002.

証券会社の社内体制を改革することで、アナリストが投資評価を歪めなければならないような状況を回避することを目的としている。アナリストを外部圧力から保護するための規則ともいえる。

NASD と NYSE の新規則にみられるように、アナリストの中立性の問題は、1) 調査部門と投資銀行部門の間のチャイニーズ・ウォールを強化する、2) アナリストの報酬と投資銀行部門の特定の案件を連動させない、3) 個人投資家がアナリスト・レポートの投資評価の中立性を判断する際に必要な情報として利益相反の可能性を投資家に開示するという三つの方法で解決しようとしている。

調査対象銘柄に対するレーティングの分布状況と、それぞれのレーティングにおける投資銀行部門の顧客の割合を開示する規則が制定されたことで、証券会社各社は、中立性を証明するために「セル」の割合を増やそうとすることが予想される。しかし、全銘柄を調査することは不可能である以上、アナリストは投資対象として魅力のある銘柄を選択してレポートを執筆しており、「セル」の割合が少なくなるのは自然な結果だとする意見もある。投資家は、「セル」の割合が少ないこと自体がアナリストの利益相反を示しているのではないということを理解し、投資銀行部門の顧客に対する投資評価が不当に好意的になっているかどうか注目する必要がある。

また、今後は、アナリストや投資評価に対する発行会社の理解がますます重要となると考えられる。発行会社は、いま一度、アナリストの役割、および企業のファンダメンタルズに対して株価が割安か割高かということを示す投資評価というものの意味を理解し、批判的な投資評価を付けたアナリストを冷遇するといったことがないようにすることが望まれる。

(平松 那須加)