

進展する欧州における証券アナリスト規制の見直し

世界の証券規制監督当局者で構成される証券監督者国際機構（IOSCO）のテクニカル・コミッティ¹は2003年9月25日、証券アナリストが直面する可能性がある利益相反に関して、証券市場規制当局をはじめとした関係者の道しるべとなる基本方針（Statement of Principles）を公表した。IOSCOに先んじて、EU委員会も同月、証券リサーチに関する方針及び勧告を公表した。EU委員会の方針よりも証券会社に厳しい対応を求めるIOSCOの基本方針が公表されたことで、これまで大きかったアナリスト問題に対する欧米での温度差が縮まる可能性が出てきた。本稿では、EU委員会、IOSCOそれぞれの基本方針を概観し、今後の展開を探っていくこととしたい。

1. これまでの経緯

米国では、インターネット・バブルが崩壊した後の2001年頃から、セルサイド（証券会社）のアナリストによる銘柄評価が「買い」推奨に偏っているのではないかと、という指摘がなされるようになり、その中立性が問題視されるようになった。この問題は、米国では、2003年4月、監督当局と主要証券会社の間での包括的和解の最終的な内容が発表されたことで、一段落した²。

翻って、欧州におけるアナリスト問題への対応を見ると、アナリストをめぐる具体的な問題が表面化していないこともあり、傍観視するきらいがあった。2003年2月に英国金融サービス機構（FSA）が「インベストメント・リサーチ及び証券発行における利益相反」と題するコンサルテーション・ペーパーを公表したのが、欧州では初めての目立った動きとなった³。

このようななかで、EU委員会は2002年4月、財務相理事会に対して、証券アナリストの役割やアナリストの市場との関わり方を改善するための尺度を評価すべきである、という見解を明らかにした。その具体化の第一段階として、フリッツ・ボルケスタイン EU委員会委員（域内市場、税制・関税同盟担当）は、規制当局や法律、会計などの専門家、学者をはじめ、セルサイド、バイサイドの関係者を含むフォーラム・グループ（Forum Group）

¹ 15の証券規制当局で構成。

² 詳細は、平松那須加「成立した米国アナリスト問題の和解」『資本市場クォーターリー』2003年夏号参照。

³ 詳細は、林宏美「英国における証券アナリストをめぐる規制の見直し」『資本市場クォーターリー』2003年春号参照。

の設立を決定し、2002年11月に初会合を召集した。同グループは、2003年9月4日、「証券アナリスト：統合された欧州金融市場におけるベスト・プラクティス」と題する原則案を公表した⁴。

なお、この原則をEU委員会が正式に法令化する場合には、アナリストの活動に影響を及ぼす規定が含まれている、市場における不正行為（market abuse）に関するEU指令や、投資サービス指令案などとの関係も考慮しなければならないであろう⁵。

一方、EU委員会がアナリストの規制案を公表した後の9月25日、世界の証券市場規制当局で構成する証券監督者国際機構(IOSCO)のテクニカル・コミッティも、証券アナリストが直面する利益相反の問題に対処するための基本方針（Statement of Principles）及び共通の対策（Core Measures）を公表した⁶。

図表1 アナリスト問題に対する各当局の見解比較

	EU委員会案	英国金融サービス機構(FSA)案	米国
アナリスト規制に対する見解	原則主義	原則主義＋ガイダンス(COB)	規則主義
利益相反に対する対処方法	証券会社の経営幹部が、利益相反の回避或いは適切な対処、投資家に対する情報の開示に責任を持つ。	証券会社の経営幹部が、利益相反の回避或いは適切な対処、投資家に対する情報の開示に責任を持つ。	リサーチ部門と投資銀行部門とを物理的に隔離する等。
レポートの発行禁止期間（クワイエット・ピリオド）	クワイエット・ピリオドの適用必要。その長さはEU圏内で統一されるべき。またある特定の状況下では適用免除もある。	(IPO)目論見書の公表日から30日間 (売出し)設定なし	(IPO)目論見書の公表から40日間 (売出し)目論見書の公表から10日間
投資銀行部門の営業（ピッチ）活動、ロードショーへのアナリストの参加	○ ピッチ ○ ロードショー	× ピッチ × ロードショー	× ピッチ × ロードショー
アナリストの報酬	× 個人レベルの投資銀行業務及びその他の銀行業務との連動 × 投資銀行部門の人員の関与 ○ 調査関連における客観的なパフォーマンス	× 投資銀行部門の特定の案件に対する貢献度による決定 × 投資銀行部門、株式セールス部門、トレーディング部門に属するスタッフの関与	× 投資銀行業務の収入や投資銀行部門の人員による評価に基づく ○ リサーチの質と正確性

(出所) 野村総合研究所ヨーロッパ作成

⁴この原則案に対しては、2003年11月30日までのコンサルテーション期間において、各方面からの見解を求めることとなっている。

⁵市場における不正行為(market abuse)に関するEU指令は2002年12月3日に採択された。同指令では、公衆や販売チャネルに対して投資戦略を推奨或いは提案する情報を生産(執筆)、配布する人々は、自らの利益或いは利益相反を開示し、公正に紹介することが、透明性基準において義務付けられている(第6条(5))。また、投資サービス指令案については、大崎貞和「EU投資サービス指令(ISD)改正案について」『資本市場クォーターリー』2003年冬号参照。

⁶IOSCOの現在の会員数は168(100ヶ国超)

2. アナリスト問題に対する方針案

1) EU 委員会のフォーラム・グループ

EU 委員会のフォーラム・グループは、証券リサーチを取り巻く体制は、透明性が高くかつ自主的なガバナンスが機能するベスト・プラクティスに立脚した原則主義（principles-based regime）に基づくべきである、という結論に達しており、事細かに禁止事項を設定している米国の「規則主義」とも呼ぶべきアプローチとは一線を画している。英国の FSA も従来から原則主義に基づく規制体系を敷いてきたが、原則の目指す方向性が不透明であるという指摘を受けて、現在規制の見直しを検討している。

EU 委員会は、アナリスト規制の根幹となる原則として、

- ① 明瞭さ：調査レポートは公正かつ明瞭でなければならず、誤解を生むようなものであってはならない。
- ② 適性、品行、誠実さ：調査レポートは適性のあるアナリストが、スキルを持って注意深く作成しなければならない。また、執筆者の見解が反映されなければならない。
- ③ 適合性、市場規律：調査レポートは、異なった範疇に属する想定される受け手、市場規律の維持の必要性を考慮して配布されなければならない。
- ④ 利益相反の回避、予防、管理：アナリストを抱える証券会社は、アナリスト個人の利益相反、証券会社の利益相反を認識し、回避或いはうまく対処するための仕組みを構築しなければならない。
- ⑤ 情報開示：アナリスト個人の利益相反、証券会社の利益相反のいずれであっても、それは明確に開示されなければならない。

の 5 点を掲げており、これらの原則を遵守するため、31 の具体的な事項が勧告されている（図表 2）。

図表 2 フォーラム・グループによるアナリストに関する原則案

原則	勧告
<p>1. 明瞭さ 調査レポートは公正かつ明瞭でなければならず、誤解を生むようなものであってはならない。</p>	<p>1) (複数の金融サービスに従事する)証券会社は、投資銀行部門および同部門のスタッフ、或いは当該証券会社の経営幹部が、調査に基づく銘柄推奨に対して不適切な影響を及ぼすことがない体制を構築しなければならない。</p> <p>2) 企業は、アナリストから望ましくない評価を受けた際、アナリストの判断に影響を及ぼそうとしたり、報復行為に出ようとしたりしてはならない。</p> <p>3) アナリストの裁量のもとで、企業は、調査レポートの公表前に、事実関係が正確であるかという観点で、同レポートのレビューをすることができる(但し、コーポレート・ファイナンス取引の場合を除く)。</p> <p>4) 企業は、IPOに関連して開催するミーティング(財務情報を提供)にアナリストが出席することを制限すべきでなく、促すべきである。アナリストに提供する情報の内容という観点でも差別してはならない。</p> <p>5) 企業は、アナリストとの関係をカバーする独自のガバナンス規則を充実させるべきである。</p> <p>6) 上場規制当局は、上場基準において、発行者のベスト・プラクティス規範の維持を考慮しなければならない。</p>
<p>2. 適性、品行、誠実さ 調査レポートは適性のあるアナリストが、スキルをもって、注意深く作成しなければならない。また執筆者の見解を反映したものでなければならない。</p>	<p>7) アナリストは、高い倫理基準を遵守しなければならない。</p> <p>8) アナリストは、市場慣行及びその他の関係する法規制に関する研修を継続して受講しなければならない。</p> <p>9) (複数の金融サービスに従事する)証券会社は、関連する規制上の条項、倫理方針を遵守していることを定期的に確認する内部手続きの見直しをしなければならない。</p>
<p>3. 適合性、市場規律 調査レポートは、異なった範疇に属する想定される受け手、市場規律の維持の必要性を考慮して配布されなければならない。</p>	<p>10) マーケット・センシティブな情報の選択的開示に関するすべての法規制面に関して、調査レポートの配布者は、想定される受け手以外の投資家の手に行き渡らないよう、また市場規範が損なわれないことがないよう、細心の注意を払わなければならない。</p> <p>11) リテール投資家、機関投資家の両方を対象にしたレポートを執筆する人は、それまでに機関投資家向けに提供したすべてのレポートを公表しなければならない。</p>
<p>4. 利益相反の回避、予防、管理 アナリストを抱える証券会社は、アナリスト個人の利益相反、証券会社の利益相反を認識し、回避或いはうまく対処するための仕組みを構築しなければならない。</p>	<p>12) (複数の金融サービスに従事する)証券会社は、投資銀行部門と調査部門との間の利益相反を認識したうえで、必要に応じて、そのような利益相反を防いだり、対処策を打ったり、監視したりしなければならない。</p> <p>13) 規制当局は、利益相反の問題に対応する内部手続きが十分かつ効果があること、適切な形でその手続きを導入していることをきちんと確かめなければならない。</p> <p>14) (複数の金融サービスに従事する)証券会社は、投資銀行部門と調査部門との間の情報の流れを管理するのに効果的かつ適切な手続きがとられる体制を確保しなければならない。また、アナリスト(調査部門の管理をするスタッフを含む)は、直接間接を問わず、投資銀行部門にレポートすることがあってはならない。</p> <p>15) (複数の金融サービスに従事する)証券会社は、コンプライアンス部門とリサーチ部門の合意によって文書化されたある特定の状況においてのみ、アナリストがチャイニーズ・ウォールを超えた業務に携わることを認める。</p> <p>16) アナリストが投資銀行業務に関わる一方で、調査レポートを執筆する場合には、非公開のマーケット・センシティブな情報がアナリストに流出することを防ぐ、或いは統制する体制を構築しなければならない。</p>

	<p>17) アナリストが非公開のマーケット・センシティブな情報にアクセスできる場合、非公開情報が公開情報になるまで、投資目的の顧客に対して、当該企業に関する調査レポートを公表したり、見解を述べたりすることは出来ない。</p> <p>18) シンジケート団に属する証券会社のアナリストが作成する調査レポートには、公募価格が決定された直後に、クワイエット・ピリオドが適用されるべきである。クワイエット・ピリオドの期間はEU圏内で統一されるべきである。</p> <p>19) クワイエット・ピリオドは、公募期間及びその直後に発生した重要な進展事項に関する議論を円滑にするため、EUの目論見書指令に矛盾しない形で、ある特定の状況下では適用を免除することが可能である。</p> <p>20) シンジケート団とは関係ない会社に属するアナリストによる、株式の新規発行に関する調査レポートの発行や口頭での説明、推奨の規定には何ら制約がない。</p> <p>21) アナリスト或いは関係する者が担当企業の株式を取引したり、取得したりする場合（投信などは除く）、雇用主は、こうした株式取引をカバーする、効果的な社内規定やモニタリング、執行手続きを文書化しておく必要がある。</p> <p>22) 証券会社は、アナリストの報酬を、個人レベルの投資銀行業務或いはその他の銀行業務と連動させてはならない。調査に係るパフォーマンスの客観的な計測が考慮されるべきである。</p> <p>23) 投資銀行部門は、アナリストの報酬決定には一切関わってはならない。</p>
<p>5.情報開示 アナリスト個人の利益相反、証券会社の利益相反のいずれであっても、それは明確に開示しなければならない。</p>	<p>24) IPO前、或いはクワイエット・ピリオドのいずれかの時期に証券会社が提供する調査レポートには、関連する投銀行部門との関係を明確に記した開示情報を含めなければならないし、当該レポートの提供前に公表していない場合には、銘柄推奨や目標株価に関する情報を含んではいけない。</p> <p>25) EU圏内で作成され、配布される調査レポートは、カバーされている企業の国籍がどこであっても、フォーラム・グループにおける方針や基準を遵守しなければならない。</p> <p>26) 各国の規制の下、EU圏以外の国で作成された調査レポートの配布は認められる。同等の基準に沿って作成されていない第三国からの調査レポートの配布が認められる場合、この点は目立つ形で開示しなければならない。</p> <p>27) EUは、EU圏外の国々における調査レポートの作成及び配布に関連するEU基準を受入れてもらえるよう、働きかけなければならない。</p> <p>28) 公衆に対して銘柄推奨を行うバイサイドのアナリストやポートフォリオ・マネージャーは、セルサイドのアナリストを対象に作成されたフォーラム・グループの原則案に従わなければならない。</p> <p>29) 株式市場に関する調査レポートを発行するアナリストや証券会社に適用されるのと同じ倫理基準や内部規則は、債券及びその他の株式以外のマーケットについても、適切な形で遵守されなければならない。</p> <p>30) 個人投資家教育（とりわけリテール向けの集合投資スキームに関する受託者責任）が奨励されるべきである。</p> <p>31) 独立系リサーチ会社のアナリストは、フォーラム・グループの原則を守らなければならない。</p>

(出所) EU委員会資料より野村総合研究所ヨーロッパ作成

EU委員会による原則に基づくアプローチの特徴は、利益相反の問題に対する米国との考え方の違いに顕著に表れている。すなわち、EU委員会やFSAは、利益相反問題の回避や

回避が困難な場合に適切に対処することは、証券会社の経営陣の責任において行われるべきである、と捉えている。米国のように、リサーチ部門と投資銀行部門との物理的な隔離など、利益相反を排除するために一律の対応を義務づけようとはしておらず、利益相反問題への対処の具体的な方法は、証券会社の裁量に委ねられている。

2) IOSCO の基本方針

IOSCO のテクニカル・コミッティは、高いレベルの目標として基本方針 1～基本方針 8 までの 9 点を掲げるとともに、同コミッティがこれらの目標を達成するのに決定的に重要であると合意した共通の対策（“Core Measures”）もあわせて公表した（図表 3、図表 4）。

IOSCO が掲げている 3 つの共通目標のうち 2 点が、投資家保護、公正で効率的かつ透明性が高いマーケットを確実なものにすること、とされており、こうした目的を推進していくうえで、投資家に提供されるアナリストの調査レポートを誠実（integrity）で、客観的なもの（objectivity）にすることが欠かせない、という考えから、今回の基本方針が打ち出された。

図表 3 証券アナリストが直面する利益相反に対する IOSCO 基本方針の概要

基本方針	内容
方針 1	◆ 証券会社は、アナリスト自身のトレーディング業務や財務上の利益が、当該アナリストの調査レポートや銘柄推奨を歪めることがないような仕組みを構築するべきである。
方針 2.1	◆ 証券会社は、アナリストによるリサーチや銘柄推奨が、アナリストが属する証券会社のトレーディング業務や財務上の利益によって歪むことがない仕組みを構築するべきである。
方針 2.2	◆ 証券会社は、アナリストによるリサーチや銘柄推奨が、アナリストが属する金融機関との業務上の関係によって歪むことがない仕組みを構築するべきである。
方針 3	◆ 証券会社は、アナリストのレポーティング・ライン及び報酬契約が、利益相反（現実のものとの潜在的なものを含む）を排除するか、或いは厳しく制限するか、いずれかの仕組みを構築しなければならない。
方針 4	◆ アナリストを雇う金融機関は、文書化した内部手続きを構築するか、或いはアナリストの利益相反（現実のものとの潜在的なものを含む）を認識、排除、管理或いは開示する規定を構築しなければならない。
方針 5	◆ 証券会社は、株式の発行者や機関投資家、その他の第三者がアナリストに及ぼす不当な影響力を排除するかあるいは管理しなければならない。
方針 6	◆ 潜在的な或いは現実的な利益相反の情報開示は、完全かつタイムリー、明瞭、簡潔、具体的で人目につきやすいものでなければならない。
方針 7	◆ アナリストは、高いレベルの規律を持たなければならない。
方針 8	◆ アナリストの利益相反を管理するうえで、投資家教育が重要な役割を果たさなければならない。

（注）ここでいうアナリストはすべてセルサイドのアナリストを指す。

（出所）IOSCO 資料より野村総合研究所ヨーロッパ作成

図表 4 IOSCO のテクニカル・コミッティが設定した共通の対策の一部

◆ 証券の発行者に関する調査レポートを公表する前に、アナリストが当該証券や関連するデリバティブの取引をすることを禁止する。

- ◆ アナリストを抱える証券会社は、アナリストが証券の発行者に関する調査レポートを公表する前に、当該証券や関連するデリバティブ取引を不適切に行うことを禁止する。
- ◆ アナリストを抱える証券会社は、証券の発行者に対して、将来或いは継続的な業務関係やサービス、投資に対するリターンとして望ましいリサーチ内容や特定のレーティング、目標株価を約束することを禁止する。
- ◆ アナリストが投資銀行部門の営業活動（セールス・ピッチ）やロードショーに参加することを禁止する。
- ◆ アナリストが、投資銀行部門に対してレポーティングをすることを禁止する。
- ◆ アナリストの報酬が特定の投資銀行取引と直接連動することを禁止する。
- ◆ 投資銀行部門が、アナリストの調査レポートあるいは銘柄推奨を事前に承認することを禁止する。
- ◆ アナリスト、或いはアナリストを抱える証券会社は、証券の発行者やサード・パーティが該当する調査レポートに関連して何らかの報酬やベネフィットを提供したかどうかについて、公に開示しなければならない。

（出所）IOSCO プレス・リリースより野村総合研究所ヨーロッパ作成

3) 主要な論点に関する分析

①調査部門の分離

EU 委員会のフォーラム・グループは、株式調査部門と投資銀行部門とを別個の企業体に分離することを強制するのは不適切である、という見解をとっている。そもそも、中小の証券会社にとって調査部門と投資銀行部門とを分離することは現実的でなく、分離を強制すれば、市場全体で利用できる調査レポートの量が減少する公算が大きいというのである。部門を分離しても、それだけで調査レポートの質が向上するわけではないし、好ましくならぬ影響を受けない保証もない。さらに、同グループは、証券会社の調査部門が発行するレポートが減少しても、独立系リサーチ会社が発行する調査レポートの増加で情報ニーズに対応できるという見方に対して、否定的な見解を示し、結果的にリテール市場で利用できる調査関連の情報量も減少する公算が大きいとしている。

フォーラム・グループは、既に証券会社の多くがチャイニーズ・ウォールを設定して、投資銀行部門を調査部門から分離するための枠組みを導入済みであるし、採択が待たれている EU の投資サービス指令案の第 16 条でも利益相反を防止するための手当てが義務付けられることになる、とも主張している。

②投資家向けピッチへの参加

EU 委員会のフォーラム・グループは、証券会社の機関投資家部門やリテール部門は、目論見書とは別に、IPO のディール前にアナリストが作成する調査レポートが企業を評価する際に役立っているとみているとして、IPO 時の投資家向けピッチ（営業）活動にアナリストが関与することを容認する姿勢である。すなわち、アナリストは IPO 時に、価格情報の形成プロセスで重要な役割を果たしており、引受会社によるリスク評価にとって欠かせない役割を担っている、という見解に立っている。

これに対して、FSA、IOSCO の両者とも、米国同様、営業活動やロードショーへのアナリスト関与を禁止すべきとしている。

③発行会社の責任

これまで米国を中心に、アナリストを抱える証券会社や調査レポートを執筆または管理するアナリスト自身に対する規制を強化することばかりに議論が集中するきらいがあった。これに対して、EU 委員会と IOSCO は、株式の発行会社側にもアナリストの利益相反問題に対応する責任があるとしており、注目に値する。

EU 委員会のフォーラム・グループは、発行企業が、アナリストの判断に影響を及ぼそうとしてはならないこと、株価にセンシティブな重要な情報に関して選択的な開示を回避する義務を負っていることなどを勧告の中に盛り込んでいる（図表 2、勧告(2)~(6)）。一方で IOSCO も、基本方針 6 において、株式の発行企業がアナリストに及ぼす不当な影響力は排除するか或いは管理しなければならない、とうたっている。

3. 今後の展望

米国でのアナリスト規制に歩調をあわせる傾向が強い IOSCO の基本方針が公表されたことで、今後欧州各国の規制当局がどのような動きに出るのが注目される。EU 圏内で、アナリスト問題に対して最も厳格な対応をしようとしている FSA は当初、2003 年夏までには最終の規制改革案を含むポリシー・ステートメントを公表する予定であったが、その公表は大幅に遅れて 2004 年 4~5 月頃にずれ込む可能性が出てきた⁷。

この遅れの背景には、グローバルな業務を展開する証券会社と国内業務に特化している証券会社との間におけるアプローチの差が大きい点を指摘することが出来る。FSA のハワード・デイヴィス理事長（当時）は 2003 年 9 月 5 日、英国産業連盟（CBI）の会合の席で、大部分の証券会社が利益相反への対処方法を改善する必要性を認めていると述べた。そのうえで、デイヴィス理事長は、グローバルな証券会社が米国で採用されたアプローチと一貫した規制を見出そうとしているのに対し、国内業務に特化する証券会社は、事細かに規則を設定しない伝統的な英国のアプローチと調和するような解決策を望む傾向にあると指摘した。FSA は今後、IOSCO や EU 委員会の方針案を踏まえたうえで、英国市場における効果的な解決策を見出す、という難問に挑むことになる。

（林 宏美）

⁷ FSA は、ポリシー・ステートメントを公表する前に相当する 2003 年 10 月にも、第 2 回目のコンサルテーション・ペーパー(CP)を公表し、再度パブリック・コメントを求める模様である。FSA が CP を 2 度公表するのは異例。