

注目が高まる米国の独立系リサーチ会社

2002年12月に米国規制当局が公表した証券アナリストの中立性問題をめぐる包括的な和解案¹では、和解に参加するウォール街の大手証券会社が、3社以上の独立系リサーチ会社と契約を結び、それらリサーチ会社のアナリスト・レポートを自社のレポートと併せて顧客に提供することが提案された。本稿では、最近、注目を集めている独立系リサーチ会社について、その実態と最近の動向を紹介する。

1. 米国の独立系リサーチ会社の実態

1) 独立系リサーチ会社とは

独立系リサーチ会社 (independent research firm) という言葉は、特に、2001年にウォール街の大手証券会社に所属する証券アナリストの中立性問題が注目されるようになった頃から、マスメディアに頻繁に登場するようになった。独立系とは、セルサイドのリサーチとの比較において、投資銀行業務から独立して中立的であるという意味で用いられてきた。

独立系リサーチ会社に所属するアナリストは、セルサイド・アナリストでもバイサイド・アナリストでもなく、インディペンデント・アナリストとして分類されるようになっていく。米国証券取引委員会 (SEC) は、①ブローカレッジ、トレーディング、投資銀行業務などを総合的に扱う証券会社に所属し、ブローカレッジ部門の顧客にリサーチ・サービスを提供する証券アナリストがセルサイド・アナリスト、②資産運用会社等の機関投資家に所属していて、社内の資産運用マネジャーにリサーチを提供するアナリストがバイサイド・アナリスト、③投資銀行業務に従事しない証券会社や調査専門会社に所属するアナリストがインディペンデント・アナリストであると説明している²。

もっとも、実際には、米国で自ら独立系リサーチと称する会社すべてが、以上のような

¹ アナリストの中立性問題の経緯については、平松那須加「証券アナリストをめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2001年夏号、「米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』2002年夏号、「アナリストの中立性問題をめぐる包括的和解案の発表」『資本市場クォーターリー』2003年冬号参照。これまではニューヨーク州司法当局、自主規制機関、米国証券取引委員会 (SEC) が個別にアナリストの中立性問題に取り組んできたが、2002年12月に米国規制当局の統一した解決策を確立することを旨として包括的な和解案が提案された。

² U.S. Securities and Exchange Commission, "Analyzing Analyst Recommendations," June 20, 2002.

マスメディアやSECによる定義に該当しているわけではないようである。現在、米国には約250社の独立系リサーチ会社が存在するとされるが³、調査専門会社の形態をとる会社もあれば、ブローカレッジや資産運用業務を行う会社や、投資銀行業務やコンサルティング業務を兼業する会社もある。また、アナリストの調査対象となっていない小規模な発行会社の投資評価を行い、その代金を徴収する会社もあるとされる。

独立系リサーチ会社の規模に関して言えば、その大半は、ウェブサイトもなく、ウォール街の証券会社を退職したアナリストで業界に精通した者が、単独で、あるいは数名で、少人数の顧客にニューズレターを送っているのが実態であるともいわれている⁴。

独立系リサーチ会社というと、投資銀行部門からの圧力を嫌って大手証券会社から独立したアナリストが、中立的なリサーチを追求するために設立した会社というイメージが強い。しかし、単に投資銀行員に高い給与を支払うことができなかつたがために投資銀行業務に参入することができず、一時的にリサーチに特化している会社もある⁵。

2) 独立系リサーチ会社のサービス

独立系リサーチ会社は、新鮮で役立つ投資情報を提供し、いかに投資家の心を掴むかという点で競い合っている。特定の産業に特化した調査活動を行う会社や、個別銘柄ではなく産業分析を行って企業のCEOやCIOの経営判断に助言を行う会社もある。その分析手法も、ファンダメンタルズ分析からテクニカル分析まで幅広い。

このように、一口に独立系リサーチ会社といっても、その形態もサービスも多種多様であり、共通の特徴を挙げることは難しい。しかし、あえて共通項を指摘するとすれば、どの会社も大手証券会社のリサーチ部門と比較すれば規模が小さく、起業家精神の旺盛なベンチャー企業だという点であろう。独立系リサーチ会社は、非常に強いブランド力を誇るウォール街の証券会社に真っ向から勝負するというよりは、ウォール街のリサーチにはない独自の切り口や分析手法を追求することに注力しているといえる。

特定の産業に特化した調査活動を行う会社は、少ない人員でも深い内容の分析を行うことができ、それが機関投資家に評価されている。例えば、機関投資家によるブティック型証券会社と地方証券会社の人気ランキング⁶に登場するミッドウェスト・リサーチ証券では、20名のアナリストがコンシューマー、ヘルスケア、製造、テクノロジー産業の企業調査を行っている。また、1998年に設立されたガーソン・ラーマン・グループ社は、通信とIT、ヘルスケアとバイオ、そしてエネルギーという三つの分野の専門家集団を形成し、それら

³ 2003年3月の現地ヒアリング調査。

⁴ 2003年3月の現地ヒアリング調査。

⁵ 例えば、ニューヨークのシドゥティ社は、将来的には、資産運用や投資銀行業への進出や、あるいは顧客層を機関投資家から個人投資家にまで広げるなど、何らかのかたちで事業を拡大したいとしている。そのために、現在はリサーチに対する高い評価を確立することを目標にしているという。

⁶ Jenny Anderson, "The Sunny Side of the Street," *Institutional Investor*, December 2002.

専門家が資産運用マネジャーからの問合せに対応し、セミナーを開催するというサービスを展開している。

3) 独立系リサーチ会社と機関投資家

インベスターサイド・リサーチ・アソシエーション（後述）によれば、独立系リサーチ会社の収入の9割は機関投資家からのものである。調査専門会社の場合、他のブローカーが機関投資家と結ぶソフトダラー取引⁷に、サードパーティー・リサーチとして参加していることも多い。例えば、ニューヨークのシドッティ社は複数の証券会社のソフトダラー取引に参加している。それら証券会社に売買を発注した機関投資家が、売買手数料のうち何%をシドッティ社のリサーチに振り分けると指定し、その指定された金額が証券会社からシドッティ社に支払われるという仕組みがとられている。

数年前から、投資銀行業務との利益相反がないということ売り物として、機関投資家向けに調査レポートを提供する独立系リサーチ会社が増えてきたといわれている⁸。特に株式相場が低迷してからは、機関投資家が多様な投資アイデアを求めるようになり、従来以上に独立系リサーチに目が向けられるようになったとされる。また、2000年10月に公平情報開示規則（レギュレーション FD）⁹が施行された影響が、独立系リサーチに対する投資家の需要を引き上げているとの見解もあるようである。すなわち、ウォール街のアナリストが発行会社から未公表情報を入手することが困難になったことで、大手証券会社のリサーチに魅力を感じなくなった機関投資家が、より専門性の高い独立系リサーチの比重を増やす傾向があるということである¹⁰。

4) 独立系リサーチ会社と個人投資家

一方、個人投資家を対象とする独立系リサーチ会社はまだ少ない。個人投資家にリサーチを提供する会社には、自前のリサーチを提供する会社以外に、複数の会社のアナリスト・レポートをウェブサイト上で提供し、マーケット・コンセンサスを発表する会社がある。

⁷ ソフトダラー取引とは、証券会社が資産運用会社の情報端末利用料や他社（サード・パーティー）のアナリスト・レポートの購入費用等を負担し、その見返りとして一定量の売買を発注してもらうという取引形態。現金（ハードダラー）で支払われる取引に対して、ソフトダラー取引と呼ばれる。

⁸ Securities and Exchange Commission, "Analyzing Analyst Recommendations," June 20, 2002.







⁹ レギュレーション FD とは、証券の発行者やその関係者が、未公表の重要事実を証券アナリストや機関投資家の資産運用マネジャーなど一部の者に対して選択的に開示することを禁止した SEC 規則のこと。詳しくは、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臨時増刊 No.5、2001年5月）、大崎貞和「レギュレーション FD 違反に問われた初の事例」『資本市場クォーターリ』2003年冬号参照。

¹⁰ Barbara Etzel, "Soft Dollars Boost Boutique Research: Sell-side Research Hurt by Conflicts, New Regulations," *The Investment Dealers' Digest*, July 15, 2002. レギュレーション FD が導入されてから 2002 年までに、独立系リサーチの使用量を 10 倍に引き上げたとするヘッジファンドもあるという。

自らリサーチを提供している会社には、例えば、①70名以上のアナリストが約1,700銘柄について1頁もののレポートを提供しながら資産運用も行っているバリュールイン、②スタンダード&プアーズ、モーニングスター、ウェイス・レーティング等の格付け会社、③オプション取引に着目して投資家が売買のタイミングを判断する上で必要な情報を配信するシャファーズ・インベストメント・リサーチ社、④富裕層を対象としたウェルスマネジメントを提供するマクリーン&パートナーズ社がある。

それに対して、レポートの集積を行っている会社としては、ファーストコール社やマルテックスインベスターズ社が有名である。最近では、独立系リサーチ会社のレポートだけを集約し、業界で初めて独立系リサーチのマーケット・コンセンサスを発表するBNYジェイウォーク社も注目されている¹¹。また、リサーチを提供する会社が発表する投資評価のパフォーマンスを計算して独自にランキングをつけるインベスターズ社も、個人投資家を対象としている。同社のシステムは、投資家が、各社のリサーチを特定の銘柄やセクターごとのパフォーマンスという観点で評価することができるとして注目を集めている(図表1)。

図表1 インベスターズ社の銘柄別ランキング(上)とセクター別ランキング(下)の例

Rankings for WORLDCOM GRP (WCOEQ) 04/05/02 – 04/05/03			
Rank	Analyst	ROSS Return	RP
1	Standard & Poor's 	545.00%	
2	AG Edwards	298.00%	
3	Merrill Lynch	298.00%	
4	CSFB	298.00%	
5	Jefferies	264.00%	

Rankings for the Consumer, Cyclical Sector 04/05/02 – 04/05/03			
Rank	Analyst	Best Stock	ROSS Return
1	Legg Mason	MPH	-6.81%
2	AG Edwards	MPH	-9.10%
3	Salomon Smith Barney	RTRSY	-10.52%
4	Morgan Stanley	PGTV	-12.39%
5	Thomas Weisel	VSTY	-13.07%

(出所) インベスターズ社のウェブサイト (<http://www.investars.com/analystranking.asp>)

また、独立系リサーチを購入しているブローカーから個人投資家に独立系リサーチが提

¹¹ なお、同社は個人投資家と機関投資家との両方を顧客としていたが、2002年3月にバンク・オブ・ニューヨークに買収されて以来、その主要な顧客は機関投資家に移行しているという。Ben White, "Tired of Stock Answers? Independent Research Firms are Drawing Investors as Analysts' Troubles Mount," *Washingtonpost*, April 14, 2002.

供されるという例もある。例えば、アルゴス・リサーチ社はディスカウント・ブローカー等を顧客としており、同社のリサーチがそれら取引先の顧客である個人投資家に提供されることもあるという。アルゴス・リサーチ社は1934年に創立された調査専門会社で、現在は15名のアナリストで米国株300銘柄について調査している。

5) 独立系リサーチ会社に対する市場の評価

米国のセクター・アナリストに対する市場の評価を示す指標としては、1970年代からの歴史を誇るインスティテューショナル・インベスター誌のアナリスト・ランキングが有名である。同ランキングには、独立系リサーチ会社では唯一、資産運用で大手のサンフォード・C・バーンスタイン社が、過去5年間、総合10～13位に入っている。バーンスタイン社は1967年に設立された会社であり、機関投資家にブローカレッジ、資産運用サービス、そしてリサーチを提供している。このビジネス・モデルは多くの独立系リサーチ会社の模範になったともいわれている。同社は、2000年10月にアライアンス・キャピタル・マネジメント社に買収され、現在はアライアンス・グループの富裕層事業部門となっている。2001年のインスティテューショナル・インベスター誌のアンケートでは、最も信頼するリサーチとしてバーンスタイン社の名が挙げられている¹²。

図表2 機関投資家がセルサイド・リサーチに要求すること

	1998	1999	2000	2001	2002
1位	業界知識の深さ	業界知識の深さ	業界知識の深さ	業界知識の深さ	業界知識の深さ
2位	銘柄選択の適格性	レポートの内容	企業訪問や説明会の実施等	コンタクトのし易さ・即答性	健全性・プロフェッショナリズム
3位	レポートの内容	企業訪問や説明会の実施等	分析モデルの内容	企業金融業務からの独立性	コンタクトのし易さ・即答性
4位	企業訪問や説明会の実施等	サービスの良さ	レポートの内容	有益かつタイムリーな電話や訪問	タイムリーかつ役立つ電話や訪問
5位	業績予測の正確性	銘柄選択の適格性	業績予測の正確性	企業訪問や説明会の実施等	企業経営陣へのアクセスの良さ
6位	サービスの良さ	業績予測の正確性	サービスの良さ	レポートの内容	企業金融業務からの独立性
7位	質の高い営業	質の高い営業	銘柄選択の適格性	企業経営陣へのアクセスの良さ	企業訪問や説明会の実施等
8位	マーケットメイク／注文執行	マーケットメイク／注文執行	質の高い営業	分析モデルの内容	レポートの内容
9位	—	—	マーケットメイク／注文執行	業績予測の正確性	分析モデルの内容
10位	—	—	プライマリー市場関連のサービス	銘柄選択の適格性	銘柄選択の適格性

(出所) “All-America Research Team,” *Institutional Investor* より野村総合研究所作成

バーンスタイン社以外に独立系リサーチ会社がランキングに入っていないのは、①この

¹² Justin Schack, “The Best of the Boutiques and Regionals,” *Institutional Investor*, December 2001.

ランキングが機関投資家によるアンケート調査に基づくものであって、顧客数の少ない独立系には不利であること、②企業経営陣との関係の強さや企業訪問・説明会の設定能力が重視されてきた（前頁 図表 2）ということが大きな要因であろう。

2. 団結する独立系リサーチ会社

アナリストの投資銀行業務からの独立性が重視される最近の状況を追い風として、独立系リサーチ会社は、自分たちの市場における地位を確立しようとしている。2002年に入って、投資家への浸透を目指した独立系リサーチ会社によって、二つの団体が結成された。

1) インベスターサイド・リサーチ・アソシエーション

最初に登場したのは、2002年7月に独立系リサーチ会社6社によって創立されたインベスターサイド・リサーチ・アソシエーションである。同協会は、小規模な独立系リサーチ会社が団結してウォール街の大手証券会社に対抗する勢力となること、そして、独立系リサーチ会社の意見を総括して投資家や規制当局に発信することを目的として設立された。インベスターサイド・リサーチという名称には、発行会社の利益に傾斜しているセルサイド・リサーチとは異なり、投資家の利益を優先した、真の意味で独立したリサーチであるという意味が込められているという。2003年4月時点での会員数は、創立メンバーを含めて20社である。

インベスターサイド・リサーチ・アソシエーションは、投資家が容易に独立系リサーチ会社のレポートを識別し、入手できるような環境を整える必要を唱えている。具体的な方法として、①投資銀行業務に従事していないこと、②その収入源が発行会社ではなく投資家であること、③アナリストの利益相反を防止するための諸規制を遵守していること、という中立性の基準を設け、それらを満たしていることを示す「インベスターサイド・リサーチ検定マーク」を作成し、その普及に励んでいる。

協会の審査で十分に中立的であると認められたリサーチ会社は、協会員として、自社のマーケティング資料に協会の検定マークを付すことができる¹³。インベスターサイド・リサーチ・アソシエーションは、この検定マークを普及させることによって、独立系リサーチの存在を投資家一般に知らしめ、利益相反の可能性のないリサーチに対する投資家の需要を喚起したいとしている。

なお、証券アナリストの投資評価の中立性を脅かす要素には、資産運用業務や自己勘定取引等もあって、投資銀行業務には限られない。しかし、協会が特に投資銀行業務に注目

¹³ 協会員の資格審査は、3年ごとに行われる。

しているのは、それがアナリストの投資評価に影響を及ぼす危険性が最も高いと判断したからである。

2) ベスト・インディペンデント・リサーチ

もう一つの団体は、2002年12月に独立系リサーチ会社5社が結成したベスト・インディペンデント・リサーチ（BIR）である。こちらは、包括的和解案がウォール街の証券会社に独立系リサーチの提供を義務付けられる方向で話し合われていることを受けて、自社のリサーチをウォール街に売り込む仕組みを設けるために結成された。

図表3 ベスト・インディペンデント・リサーチの創立メンバー

社名	カバー企業数	その他
カラード・資産運用	—	<ul style="list-style-type: none"> ・1969年創立 ・機関投資家と富裕層に資産運用サービス ・エンロンやグローバル・クロッシング社に関する的確な投資評価が注目された
チャンネル・トレンド	3,500（米国） 7,000（外国）	<ul style="list-style-type: none"> ・1982年創立 ・4種類のテクニカル分析
コロンバイン・キャピタル・サービスズ	6,446（米国） 15,132（外国）	<ul style="list-style-type: none"> ・1976年創立
フォード・エクイティ・リサーチ	4,500（米国） 1万以上（外国）	<ul style="list-style-type: none"> ・財務情報、分析に用いる各種指標、バリュエーションのための計算式をデータベースで提供 ・月間レポートが年間288ドル、週刊レポートは年間960ドルから
グローバル・キャピタル・インスティテュート	2,400（大型株） 1,200（小型株）	<ul style="list-style-type: none"> ・1992年創立 ・10段階の投資評価 ・マーケット別推奨ポートフォリオを発表 ・月間レポートは、グローバル、欧州、日本、米国大型株、米国小型株の5種類

（出所）各社資料より野村総合研究所作成

創立メンバーとして名乗りを上げた5社（図表3）は、いずれも、機関投資家にリサーチを提供してきた会社であり、投資銀行業務はもちろんのこと、ブローカレッジやトレーディングにも従事しない調査専門会社である。営業年数が平均21年間と長いことに加えて、調査対象銘柄数も多く、独立系リサーチとしては比較的大手の会社であるといえる。

BIRは銘柄選択の適切性を重視しており、アナリストを資産運用マネジャーと同じ様にパフォーマンスで評価する方針を掲げている。ウォール街の証券会社の顧客向けにウェブサイトを用意し、銘柄ごとに当該コンソーシアムに参加している全会社のパフォーマンスを表示し、顧客が、最もパフォーマンスの高い会社のリサーチを選択してレポートを入手することができるようにするという構想を発表している。なお、BIRは、参加するアナリ

ストの投資評価のパフォーマンスを監視する委員会を設置し、年金のプラン・スポンサーが資産運用マネジャーの入れ替えを行うように、参加アナリストの見直しを行うとしている。BIR は、今後、投資銀行業務やブローカレッジ業務に従事しておらず、500 以上の米国銘柄を調査していて、過去 3 年間の銘柄選択のパフォーマンスが優れた独立系リサーチ会社の参加を募るとしている。

3. 包括的和解案に対する反応

独立系リサーチ会社の間では、ウォール街の大手証券会社に独立系リサーチを購入させるという包括的な和解案に対して強い関心を示している会社と、そうでない会社に二極化している。

先述したベスト・インディペンデント・リサーチの創立メンバーのように、大手証券会社に自社のリサーチを提供するための体制を整備している会社がある。また、米国の指定格付け機関（NRSRO）の一つであり、米国株 1,230 銘柄について投資評価を行っているスタンダード&プアーズ社も、包括的な和解案に意欲的な姿勢を見せている¹⁴。独立系リサーチ会社にとって、大手証券会社との契約は非常に魅力的であり、潜在的なチャンスであると捉えられている。

それに対して、前節で紹介したインベスターサイド・リサーチ・アソシエーションは、大手証券会社にリサーチを提供することがビジネスチャンスであることは認めているが、自分たちの独立性が損なわれる危険があると指摘している。同協会では、協会員に対して、大手証券会社にリサーチを提供する際には十分な注意が必要であると警告を発している¹⁵。また、限られた人数の機関投資家に専門的なリサーチを提供している独立系リサーチ会社は、一般の個人投資家にリサーチを提供することに関心を持たないとも考えられる¹⁶。

もっとも、現段階では包括的な和解の最終的な内容が公表されておらず、大手証券会社が契約することになる独立系リサーチ会社の定義も、そのスキームも明らかにされていない。仮に、和解における独立系リサーチ会社の定義が、投資銀行業務だけでなく、資産運

¹⁴ Standard & Poor's, "Standard & Poor's Statement on New York State Attorney General Elliott Spitzer's Settlement With Investment Banks," December 20, 2002. スタンダード&プアーズ社は、60名の株式調査アナリストを抱え、米国株 1,230 銘柄について 5 段階の「STARS」レーティングを発表している。投資評価は行わず、株価等のデータだけを掲載したレポートは 6000 銘柄について発行している。株式調査レポート以外に、産業分析、ブローカー会社やフィナンシャル・アドバイザー向けのリアルタイム相場情報、投資顧問業者や富裕層向けにニュースレターを発信している。

¹⁵ "Independent Research Firms Shy Away From Street's Deal," *The Wall Street Journal*, December 20, 2002. コロンビア大学のコフィー教授も、包括的な和解案に基づいて独立系リサーチが提供される 5 年間が経過した後も契約を継続できるように、独立系リサーチ会社が大手投資銀行のリサーチ子会社のように機能するようになることを懸念していると報じている。

¹⁶ Eric Hellweg, "Wall Street's Independence Day," *CNN/Money*, November 4, 2002. および、2003 年 3 月の現地ヒアリング調査。

用業務や自己勘定取引も行っていない会社ということになれば、それに該当する独立系リサーチ会社は限定されることとなる。また、大手証券会社の調査銘柄のすべてについて独立系リサーチを用意する必要を鑑みれば、調査対象銘柄の多い独立系リサーチ会社が優先されることも想定される。

4. 今後の展望

過去数年間、投資銀行業務を行わない独立系リサーチ会社は、利益相反の危険性がないことや投資情報の内容の独創性を掲げて、その勢力を伸ばそうと努力してきた。それら独立系リサーチ会社は、大手証券会社のアナリストの利益相反問題に対する規制が整備され、包括的な和解案が提案されたことで、転機を迎えることになるであろう。

今後、証券会社が、投資銀行部門の収益で賄うことができなくなったリサーチ部門の費用を削減するため、あるいは、顧客に中立的なリサーチを提供するために株式リサーチの一部をアウトソースするようになれば、独立系リサーチにとっては新たなビジネスチャンスが到来することとなる。実際、2003年4月にノルディア・セキュリティーズ¹⁷が、顧客に中立的な投資情報を提供するためにスタンダード&プアーズ社に株式リサーチの一部をアウトソースすると発表している。同社は、欧州株式に関してはインハウスの調査を継続しながら、スタンダード&プアーズ社から購入した米国および欧州株のリサーチ・レポートを顧客に提供するとしている。独立系リサーチ会社のなかには、包括的な和解に参加していない証券会社も独立系リサーチに関心を持ち始めているとの感触を得ていて、既に営業活動を開始している会社もあるという¹⁸。

その一方で、調査対象銘柄数が少ないためにウォール街の証券会社にリサーチを提供することが難しい会社や、セルサイドにリサーチを提供することに関心のない会社は、従来通り、ウォール街のセルサイド・リサーチにはない独創的なアプローチの投資情報を提供し、投資家との信頼関係の構築に注力することになるであろう。

(平松 那須加)

¹⁷ ノルディア・セキュリティーズは、デンマーク、フィンランド、ノルウェー、スウェーデンで投資銀行サービスを提供する証券会社。

¹⁸ 2003年3月の現地ヒアリング調査。