

## 英国における証券アナリストをめぐる規制の見直し

英国金融サービス庁（FSA）は2003年2月12日、「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・ペーパーを発表した。米国において証券アナリストをめぐる規制見直しの動きが進むなかで、当初はアナリストの中立性問題を「対岸の火事」のごとく捉えていた英国も、証券アナリストの業務行為規則をより明確化しようとする動きに出た。

### 1. 英国における規制見直しの動き

#### 1) これまでの経緯

証券会社のブローカレッジ部門に属するセルサイド・アナリストが自社の投資銀行部門にとって好意的な内容の調査レポートを発表するなどして、顧客に歪んだ投資情報を提供しているのではないかという疑念が2001年から浮上した米国では、証券アナリストをめぐる様々な規制の見直しが行われている<sup>1</sup>。これとは対照的に、英国では当初この問題をいわば「対岸の火事」として捉えるきらいがあった。

証券会社におけるアナリストの中立性問題とIPO銘柄の不正な割り当て（スピニング）をめぐる、証券会社10社に対してニューヨーク州司法当局による捜査のメスが入った米国と異なり、英国ではアナリストをめぐる具体的な問題が表面化していない。この背景としては、①英国では、米国と比べて株主構成に占める機関投資家の割合が高く、アナリストの主張を鵜呑みにしがちな個人投資家の割合が低いこと<sup>2</sup>、②英国では「スター」のようにもてはやされるアナリストが米国ほどには目立っていないこと、などが指摘されている。

加えて、英国では、米国と比べてアナリストが発表する「バイ」や「セル」といったレーティングの分布のバランスがとれている、とする調査結果もある。2002年6月にブルームバーグが実施した調査を例にとると、「アンダーパフォーマンス/セル」が全体のレーティングに占

<sup>1</sup> 詳細は、大崎貞和「苦境に立たされた米国アナリスト」『東洋経済臨時増刊 会計不信』2002年9月、平松那須加「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、同「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年冬号を参照。

<sup>2</sup> 英国の投資家別株式分布（2001年12月末ベース）を見ると、個人投資家が全体に占める割合は14.8%となり、前年の同16.0%からさらに低下した（National Statistics “Share Ownership Survey”）。これに対して米国の投資家別株式分布（2001年12月末ベース）をみると、個人投資家が占める割合が39.5%であった（FRB “Flow of Funds Account”）。

めるシェアはロンドンで 16%となっており、ニューヨークの約 4 倍であった。

監督機関である英国金融サービス庁 (FSA) も、当初、この問題に関する対応では、欧州証券監督機関委員会 (CESR) による、「市場における不正行為 (market abuse)」に関する EU 指令案<sup>3</sup>の策定作業に協力するといった程度にとどまっていた。しかし、2002 年 7 月にはアナリストの中立性問題に対する英国のスタンスについてレビューを実施することを決定し、インベストメント・リサーチに関するディスカッション・ペーパーを発表した。今回発表されたコンサルテーション・ペーパーは、このディスカッション・ペーパー (DP) 及び DP に対して寄せられたパブリック・コメントを踏まえてまとめられたものである。

## 2) アナリストの中立性問題に関する英国の規制

英国の単一金融規制機関 FSA は、基本的に原則主義に基づいた現行の規制体系 (principles-based regime)によって、金融機関に対して利益相反の問題を管理、抑制することを既に義務付けている。具体的には、利益相反の可能性について公正に (fairly) 取り扱わなければならないこと (原則 8)、利益相反の問題に対して誠実に (with integrity) 取り組まなければならないこと (原則 1)、十分なリスク管理システムをも利用することで、効率的にかつ責任を持ってこうした問題に対処していかななければならないこと (原則 3) などの規定がある。

しかしながら、FSA は、こうした原則主義に基づく規制下では原則の目指す方向性に不明瞭な点が見られ、原則遵守に向けたガイダンスの導入を必要とするケースが少なからず見られると判断した。そのため、業務行為規則 (Conduct of Business、COB) の一部修正を提案することとした。

## 2. コンサルテーション・ペーパーの内容

ここでは、2 月 12 日に発表されたコンサルテーション・ペーパーにおける主な内容を紹介する。FSA は、今日の投資銀行業務がグローバルに展開されている事実を踏まえて、米国や EU レベルで進められている規制上の対応策に可能な限り矛盾しない形で改革を進めていきたいと考えている。実際 FSA も、米国の規制当局が検討してきたのとはほぼ同じ問題点に焦点をあてており、とりわけ情報開示に関する規定では米国や CESR の考え方の大部分を踏襲する形となっている。もちろん、FSA は全体としては米国や EU 諸国との歩調を合わせているとはいえ、すべて同一の枠組みを導入するのではなく、英国市場に合致した枠組みを導入したいと考えている。

---

<sup>3</sup> アナリストの中立性に関する規定が同指令案に含まれている。

## 1) 主要な内容

### (1) チャイニーズ・ウォールの強化

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、インサイダー取引をはじめとした不正取引を防止するために、証券会社は効果的な業務隔壁（チャイニーズ・ウォール）を設定することが既に求められている。社内体制の構築は、当該証券会社の上層部が責任をもって推進すべき性質のものであるが、FSA は最低限遵守すべき点として、投資銀行部門や株式のセールス部門、トレーディング部門が、アナリストの調査対象とする銘柄やレポートの内容、レポート公表のタイミングなどに関する判断を行ってはならない、としている。例えば、投資銀行部門や株式セールス部門、トレーディング部門のスタッフが公表前のアナリスト・レポートのチェックをしたり、承認したりする体制は認められないとしている。

また、アナリストが投資銀行部門の営業（ピッチ）活動や発行会社のロードショーに同行することも禁止するとしている。この点は、2002年7月のディスカッション・ペーパーでは言及されていなかった点として注目される。

FSA は、アナリストの報酬が投資銀行部門の特定の案件に対する貢献度に応じて決定する仕組みを禁止し、証券会社全体の収益と連動する形にすることが望ましい、と提案している。さらに投資銀行部門や株式セールス部門、トレーディング部門に属するスタッフが、アナリストの受取る報酬を決定する仕組みも禁止するとしている。

### (2) アナリストの個人的な証券投資

英国では現在、アナリストが担当する企業の証券、或いは当該企業の属するセクターに投資することは禁じられていない。アナリストが個人の口座を用いてどの程度取引をすることが認められるかについては、業務行為規則（COB）で求められているように、所属する証券会社の社内規定によって定められている。

今回の規制見直しによって、FSA は、アナリストが担当する企業、担当企業と同じセクターに属する他の企業の証券（デリバティブのポジションも含む）を取引することを全面的に禁止したいと考えている<sup>4</sup>。この点に関しては、アナリストが担当企業の自由な証券取引を容認する場合、利益相反を防ぐのに効果的な規制の方法があるのかどうか、パブリック・コメントを求めたい、としている。

### (3) 情報開示

FSA が提案する情報開示に関する規定は、調査レポートに盛り込まれるレーティングの重要性、証券会社と顧客企業との関係、トラッキング・レコード、アナリストの個人的な

---

<sup>4</sup> FSA によれば、一部の会社では既に同様な規定が導入されている。

利益を明確にすることを目指している。FSA の情報開示に関する提案は、米国における規制（既存の規制と新規制の両者を含む）や CESR のアドバイスをほぼ踏襲するものになっている

調査レポートに盛り込むべき内容として FSA が提案しているのは、

- ①レポート発行日から遡って 3 年間の当該企業の株価推移と、自社のアナリストが同企業について公表してきたレーティング及び目標株価を示したグラフ
- ②自社の投資銀行部門が、過去 12 ヶ月の間に当該企業が絡む契約を締結したか、或いは証券発行に関する契約を結んだかに関する情報、さらには向こう 6 ヶ月の間にこうした契約を結ぶ可能性があるかどうかに関する情報
- ③自社が当該企業の株式についてマーケット・メーカー或いはコーポレート・ブローカーになっているかどうかの情報
- ④アナリストが個人的な口座を通じて担当企業の株式を保有しているかどうかの情報（もちろん、証券会社が社内規定によって、担当企業の株式保有を禁止している場合はこの情報を盛り込まなくて良い）

といった点である。

## 2) 米国における規制との主な相違点

ここでは、米国における規制との主な相違点に触れることとする。

### (1) レポートの発行禁止期間（クワイエット・ピリオド）

米国の規制当局は、IPO 或いは売出しに絡むレポートの発行禁止期間（クワイエット・ピリオド）の延長を決めた。これに対して、英国では IPO はともかくとして、売出しの実施時期におけるレポートの発行を禁止することに対しては慎重な姿勢を崩していない。

というのも、当該投資銀行が、既にカバーしている発行会社の業績発表や発行会社が公表するその他のニュースに対してコメントをする通常のレポートを発行出来ないのは実情にそぐわないと FSA が考えているからである。また、FSA は当該投資銀行が発行会社の証券に関する顧客の質問に対して回答してはいけないという規則もまた理にかなっていない、としている。

こうした見解に基づき、FSA は売出しに伴うクワイエット・ピリオドを正式に設定すること、レポートの発行を禁止する措置は取らないこととした。もっとも、レポート発行に際しては、発行会社に好意的な内容を盛り込むことのないよう、投資銀行は細心の注意を払わなければならないとしている。FSA はとりわけ、本来目論見書に盛り込まなければならない類の情報、当該証券の株価や需要に影響を及ぼしうる銘柄推奨といった情報が調査レポートに含まれないようにすることに細心の注意を払うべきである、としている。

一方で IPO に関するクワイエット・ピリオドに関しては、目論見書の公表日から 30 日間

とするのが望ましい、と FSA は考えている。

## (2) アナリスト自身による宣誓

米国の SEC は、アナリスト自身が、自らが執筆した調査レポートの内容は 100%個人的な見解に基づいており、執筆にあたって外部からの影響を一切受けていないことを宣誓しなければならない、とする規則を提案しているが、FSA は英国に同様な規則を導入することに対して否定的である。

その理由として FSA は、調査レポートに含まれる見解に対して最終的に責任をとるのはアナリストではなく、アナリストの属する金融機関である点を挙げている。言い換えれば、レーティングや銘柄推奨は、アナリスト本人の見解がベースになっているとはいえ、リサーチ委員会などの組織が最終的なチェックをしている場合などは、アナリストが属する金融機関の上層部が責任を負う形になるからだ。このような状況下、アナリストに宣誓を義務付けることになると、金融機関の上層部が取るべき責任をアナリストに転嫁することになりかねないからである。

## (3) 独立系リサーチの提供

米国では、証券会社に対して、5 年間にわたって独立系調査会社と契約を結び、自社の個人投資家に向けてそれらの調査レポートを無料で提供することを義務付けるとの提案がなされている。こうしたレポートを提供する目的は、利益相反の可能性のある証券会社のレポートに代わるものとして、個人投資家が独立系調査会社のレポートを無料で入手できる体制を整えることにある。なお、それら調査レポートの入手にかかるコストは証券会社が負担することになるが、その負担額は 5 年間で 4.5 億ドル程度と見られている。

一方、英国ではこうした規則導入は必要ないとの見方が強く、FSA は、独立系リサーチ会社が作成する調査レポートを投資家に配布することを義務付けることはしない、とする考えを示した。

その理由として FSA は、独立系調査レポートの質が高いかどうか確信が持てないこと、セルサイドの証券会社がコストを支払って顧客に提供する調査レポートが真に中立的なものであるかどうか確信が持てないことなどを挙げている。加えて FSA は、どういう種類の独立系調査レポートが証券会社の調査レポートと同じ土俵で比較できる対象となるのかが明確でないため、独立系調査レポートの提供がどれほどの意味を持つのかははっきりしないことも消極的な理由の一つとして挙げている。

FSA は、独立リサーチを提供する方法をとるのではなく、利益相反に関する情報開示、利用しているレーティング・システムの情報、銘柄推奨が意味をなす期間、アナリストのトラック・レコードなどの情報を提供することで、投資家がセル・サイドの調査レポートの価値を判断しやすい環境を整えることが肝要である、と捉えている。こうした環境を整えれば、ある証券会社のレポートが、投資家のニーズに合致しないと感じられる場合には、

投資家は他の情報源を探すであろう、と FSA は想定している。言い換えれば、FSA は、独立系調査レポートの提供を法規制によって義務付けるのではなく、市場のニーズが発生した際に検討するというスタンスをとっている。

なお、司法当局が絡んだ捜査が実施され、規制当局と証券業界との間における包括的和解案<sup>5</sup>が発表された米国と異なり、英国では利益相反に関する問題が表面化していないため、こうした規定の導入が事実上難しいという側面も見逃してはならない<sup>6</sup>。

### 3. 今後の展望

以上見てきたように、今回の FSA によるアナリストをめぐる規制改革案は、新たに厳格な法規制を導入するというよりはむしろ、原則主義に基づく規制体系をより明確化させることで、アナリストをめぐる証券会社の社内体制の整備を目指していることが分かる。具体的には、アナリストの属するブローカレッジ部門と投資銀行部門との業務隔壁（チャイニーズ・ウォール）を強化すること、利益相反の可能性を投資家に知らしめるための情報を調査レポートに盛り込むべきであることという二本柱によって、アナリストが歪んだ投資評価をしなければならない事態を回避しようとするものである。米国と異なり、アナリストによる宣誓や独立系リサーチの提供という、さらに一步踏み込んだ段階の規制を盛り込むことに対しては慎重な姿勢を示した。

企業の情報を収集し、それらの情報を用いて投資評価を行うアナリストは、効率的な証券市場を構築するうえで欠かせない存在である。それだけに、アナリストが外部からの圧力に晒されることなく、正確な投資評価をすることが出来る環境を整えることがますます重要になってくる。

仮にセルサイドのアナリスト業界が縮小していく事態になれば、バイサイドであるファンド・マネジメント会社はインハウスのリサーチ・チームを抱える（或いは拡充する）ことを選択肢の一つとして視野に入れるが、年金基金などの機関投資家のために運用している銘柄のすべてをカバーできるほど、規模の大きいファンド・マネジメント会社は数少ない。とりわけ 5%以上の市場シェアを占める会社が皆無である<sup>7</sup>など、寡占化が全く進んでいない欧州の資産運用業界では、大規模なリサーチ・チームを傘下に有することは難しい、と見られる。アナリストに対する不信感が高まっていた 2002 年 10 月に、フィナンシャル・タイムズ社が欧米の主な資産運用会社 40 社を対象に実施した調査<sup>8</sup>でさえ、38 社が従来ど

<sup>5</sup> 詳しくは、前掲「アナリストの中立性問題をめぐる包括的和解案の発表」を参照。

<sup>6</sup> 英国金融サービス・市場法第 155 条、157 条では、FSA が新たな規則案やガイダンス案を導入しようとする場合、規則改正による影響について費用-収益分析を行うことが義務付けられている。

<sup>7</sup> 出所は Oliver, Wyman & UBS ウォーバーク。

<sup>8</sup> FTfm poll of 40 fund managers based in US and Europe

おりセルサイドのリーサーチを利用している、と回答していた。

今後 FSA は 2003 年 5 月 12 日までの 3 ヶ月間、コンサルテーション・ペーパーに対するパブリック・コメントを受け付けたうえで、2003 年夏までに最終的な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り、今後の展開が注目される。

(林 宏美)