

米国ウォール街で始まった独立系リサーチの配布

田中（平松）那須加

要 約

2004年7月27日、米国ウォール街の大手証券会社10社が、2003年4月に成立した包括的和解に基づき、独立系リサーチ会社の株式アナリスト・レポートの配布を開始した。10社の契約先の特徴として、(1)カバレッジ銘柄数が多い会社、(2)独立系リサーチ会社のレポートを集積する会社、(3)IPO銘柄のリサーチに特化した会社が多いことが指摘できる。独立系リサーチ会社は、今後、包括的和解に関係のない証券会社も競争上の観点から独立系リサーチを購入して、ビジネスが拡大していくことを期待している。しかし、その一方で、ソフトダラー規制をめぐる議論がリサーチ業界の先行き見通しに影を投じている。

I. 包括的和解と独立系リサーチの配布

2004年7月27日、米国ウォール街の大手証券会社10社が、独立系リサーチ会社の株式アナリスト・レポートの配布を開始した。これは、2003年4月に規制当局と証券会社10社との間で合意された、いわゆる包括的和解(Global Settlement)に基づくものである。包括的和解により、各社は今後5年間、3社以上の独立系リサーチ会社から株式アナリスト・レポートを購入し、自社のアナリスト・レポートと一緒に、顧客に無料で配布することが義務付けられている。

米国に多数存在する個性的な独立系リサーチ会社のなかから、どの会社と契約するのか¹。それは、包括的和解の取り決めにより、外部のコンサルタントの判断に委ねられた。証券会社10社はそれぞれ1人ずつコンサルタントを採用している。このコンサルタントは、リサーチ会社の選定に関する最終権限を有し、レポートの配布が開始した後には、リサーチの内容や質を監督し、必要であれば適宜契約先を変更する。また、年に一度、規制

当局に状況報告を行う義務も負っている。

各社のコンサルタントには、証券業界の専門家が名を連ねている。元SEC委員長代行のローラ・アンガー氏(JPモルガン・チェース)のほか、フェデレーテッド・インベスターズの元CIOヘンリー・フランツェン氏(ゴールドマン・サックス)やオッペンハイマー・ファンズの元CEOブリジット・マカスキル氏(メリルリンチ)などの運用会社出身者、メリルリンチの元マネージング・ディレクターでコンサルティング会社ドリッツ・エンタープライズ会長のマイケル・ドリッツ氏(UBS)といった顔ぶれである。

コンサルタントは、それぞれ数十社もの独立系リサーチ会社と面談し、独自の基準を設けて契約先を決定した。包括的和解は、証券会社の社内のリサーチ部門がカバーしている各銘柄について最低1社の独立系リサーチ会社のレポートの配布を求めているため、リサーチ会社のカバレッジ銘柄数も重要な選定基準となった。また、ベア・スターンズやUBSのコンサルタントように、大学の教授に独立系リサーチ会社のパフォーマンスの分析を依頼し、それを判断材料とする者もいた。

II. 契約を獲得した独立系リサーチ会社

包括的和解の対象となっている証券会社10社が当初の契約先として選択した独立系リサーチ会社の内訳をみると、重複が多いことが分かる（図表1）。

契約件数が最も多いのはバンク・オブ・ニューヨーク傘下のBNY Jaywalk、格付け会社のスタンダード&プアーズとモーニングスター、そしてIPO銘柄のリサーチに特化したルネッサンス・キャピタルで、それぞれ5社と契約に至った。また、アルゴス・リサーチ、バッキンガム・リサーチ・グループ、ザックス・インベストメント・リサーチは2社、その他の会社は1社から指名された（図表2）。

契約を獲得した独立系リサーチ会社の特徴としては、第一に、スタンダード&プアーズなどカバレッジ銘柄数が多い会社選ばれている。前述したように社内アナリストが調査している銘柄のすべてに対応するレポートを確保しなければならないという事情を考えれば、当然ともいえる。

第二に、10社中7社が、独立系リサーチ

会社のレポートを集積する会社を選択している点が注目される。窓口は一つだが多数の独立系リサーチ会社のレポートを購入することができる、という利便性が好まれたといえる。

BNY Jaywalkは、機関投資家や証券会社に対して独立系リサーチ会社の選定に関するコンサルティングを行う会社である。同社は、独立系リサーチ会社150社と提携しており、自らリサーチの「アグリゲーター」と称している。また、独立系リサーチだけのコンセンサスを発表することでも注目を集めてきた。

今回、BNY Jaywalkは、10社を対象とした新たなサービス「インディペンデント・リサーチ・メリトクラシー」を導入したことが功を奏したようである。同社の従来のサービスはコンサルティングにとどまり、各リサーチ会社との契約は、投資家や証券会社自身が別途行う必要があった。しかし、新サービスでは、証券会社はBNY Jaywalkの提携するリサーチ会社から複数の会社を選択し、BNY Jaywalkを介してレポートを購入することができる。なお、アルゴス・リサーチやバッキンガム・リサーチはBNY Jaywalkにもリサーチを提供しており、それぞれベア・ス

図表1 包括的和解に合意した10社の契約先

会社名	5年間の 投入金額 (万ドル)		契約先
スミスバーニー (シティグループ)	7,500	5社	Argus Research, Morningstar, Renaissance Capital, Standard & Poor's, Thomson Financial(コンセンサス・レポート)
メリルリンチ	7,500	2社	BNY Jaywalk, Morningstar
モルガン・スタンレー	7,500	8社	Alpha Equity Research, Argus Research, The Buckingham Research Group, Fulcrum Global Partners, IPOfinancial.com, Soleil Securities Group, Standard & Poor's, Zacks Investment Research
CSFB	5,000	3社	BNY Jaywalk, Standard & Poor's, Renaissance Capital Corp.
ゴールドマン・サックス	5,000	3社	Morningstar, Renaissance Capital, Standard & Poor's
ベア・スターンズ	2,500	1社	BNY Jaywalk
JPモルガン・チェース	2,500	3社	BOE Research, Morningstar, Renaissance Capital
リーマン・ブラザーズ	2,500	1社	BNY Jaywalk
UBS	2,500	1社	BNY Jaywalk
パイパー・ジャフレー	750	5社	The Buckingham Research Group, Morningstar, Renaissance Capital, Standard & Poor's, Zacks Investment Research

(出所) 各社プレスリリース、各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 2 契約を獲得した独立系リサーチ会社の特徴

契約件数	会社名	特徴
5	BNY Jaywalk	独立系リサーチのアグリゲーター、独立系リサーチのコンセンサスを作成
	Morningstar	アナリスト45名、カバレッジは600銘柄、個人および機関投資家にレポート提供、推奨ポートフォリオ、人気の高い500銘柄をカバーしたレポート(年1回)など発行
	Renaissance Capital	1991年設立、IPO銘柄のリサーチ、個人および機関投資家がターゲット
	Standard & Poor's	アナリスト90名、カバレッジは米国株1400以上・外国株200、個人投資家、ファイナンシャル・アドバイザー、機関投資家にレポート提供
2	Argus Research Group	1934年設立、ディスカウント・ブローカー等へリサーチを提供 アナリスト19名、カバレッジは米国株350
	The Buckingham Research Group	詳細はN.A.
	Zacks Investment Research	1978年設立、セルサイド・リサーチのアグリゲーター、185社からレポートを集積 個人および機関投資家がターゲット
1	Alpha Equity Research	1994年設立、機関投資家向けリサーチ、カバレッジは3000以上 セクターや銘柄のマネー・フローに着目したリサーチ
	BOE Securities	詳細はN.A.
	Fulcrum Global Partners	2001年設立、機関投資家向けにリサーチと売買執行サービスを提供 アナリスト27名
	IPOfinancial.com	1990年設立、IPO銘柄のリサーチ、リテール+機関投資家向け
	Soleil Securities Group	証券会社、機関投資家に独立系リサーチ会社のレポートをソフトダラーで提供 リサーチ会社に対してはレポートの編集・出版やコンプライアンスなど支援
	Thomson Financial	コンセンサス予想を作成(ファーストコール)

(出所) 各社資料等より野村資本市場研究所作成

ターンズとメリルリンチ、UBS から指名されているとされる。

同じくアグリゲーターであるザックス・インベストメント・リサーチは、主に個人投資家向けに、185社の証券会社からリサーチ・レポートを集積してオンラインで提供するサイト(Zacks.com)を展開している。それに対して、ソレイユ・セキュリティーズは、機関投資家にソフトダラーで独立系リサーチを提供する会社である。28社の独立系リサーチ会社と提携し、レポートの編集や出版、コンプライアンス業務などを支援している。

第三に、IPO銘柄のリサーチに特化した会社選ばれていることも注目される。ルネッサンス・キャピタルは、1970年代後半にウォートン大学ビジネススクールで同級生だった3名が1991年に設立した会社である。同社は、IPOに関与する証券会社はIPO前後の一定期間はレポートを発行することができない点、そして証券会社のレポートの内容は偏っている点に着目してIPO銘柄のリサーチに参入したという。また、IPOfinancial Networkは1990年に設立された会社で、SECにIPO登録がなされた銘柄すべてをカバー

している。

以上の独立系リサーチ会社のレポートが証券会社各社の顧客の手元に届くわけだが、当然ながら各社のレーティング・システムは異なり、単純に比較するのは難しい。そこで、スミス・バーニーなどは、独立系リサーチ会社に対して、各社のレーティングをレポートに表示すると共に、バイ・ホールド・セルの3段階に括りなおしたレーティングも表示することを依頼している。

Ⅲ. 独立系リサーチ会社をめぐる環境変化

1. 他の証券会社の追従

独立系リサーチ会社は、包括的和解に関係のない証券会社も、競争上の観点から独立系リサーチを購入することを期待している。

実際、独立系リサーチの提供を開始または拡充する動きも見られる。例えば、運用会社バンガードのブローカレッジ部門は、6月21日よりスタンダード&プアーズの株式アナリスト・レポートをオンラインで提供している。

また、フィデリティのブローカレッジ部門は、7月15日、外部リサーチの提携先を3

社から10社に増強したと発表した。フィデリティ社内のリサーチ部門は同社の運用部門向けのものであり、ブローカレッジ部門の顧客には、これまでもリーマン・ブラザーズ、スタンダード&プアーズ、アルゴス・リサーチのアナリスト・レポートを提供してきた。

今回、新たに追加されたのは、プルデンシャル・エクイティ・グループ、ロイターズ・カンパニー・リサーチ、そして独立系リサーチ会社のコンソーシアム「ベスト・インディペンデント・リサーチ (BIR)」のメンバー5社のリサーチである。フィデリティは、これによって、オンライン証券会社で最も充実したリサーチ・サービスになるとしている。

また、機関投資家向けのサービスに特化した証券会社のなかには、独自性の強い独立系リサーチ会社のレポートを提供するようになった会社もある。例えば、インスティネットは、7月20日、4つのセクター（自動車、製薬・バイオテクノロジー、オイル・ガス、小売・外食）にそれぞれ特化したリサーチ会社と提携することを発表した。

2. ソフトダラーの問題

独立系リサーチ会社は、包括的和解を契機にビジネスの拡大を期待しているが、その一方で、ソフトダラー規制をめぐる議論がリサーチ業界の先行き見通しに影を投じている。

2003年12月、投資信託協会 (ICI) が米国証券取引委員会 (SEC) に対し、ソフトダラーの対象となるサービスの範囲を狭めることを要請した。ICIの要請では、外部機関のリサーチ・サービスもソフトダラーの対象から除くべきとされた。SECも、一連の投資信託の不正問題の流れのなかで、利益相反の可能性のある分野としてソフトダラーに注目している。2004年3月には連邦議会の公聴会が開かれ、現在、SECの調査が進められている。

独立系リサーチ会社の収入の大半は機関投

資家に依存している。独立系リサーチ会社には、ブローカレッジ業を営み、ソフトダラーで機関投資家にリサーチを提供する会社もあれば、リサーチ会社として他の証券会社のソフトダラー契約に参加する会社もある。

今後、ソフトダラーの利用が制限されることになれば、機関投資家はハードダラーでリサーチを購入することとなり、従来以上にリサーチ・サービスに対する評価基準が厳しくなる可能性もある。

¹ 米国の独立系リサーチ会社については、平松那須加「注目が高まる米国の独立系リサーチ会社」「資本市場クォーターリー」2003年春号を参照