

アナリスト規制の適用範囲を拡大する英国金融サービス機構

久保田（林） 宏美

要 約

1. 英国金融サービス機構（FSA）は 2004 年 3 月 22 日、アナリストをめぐる最終規則を公表した。同規則の特徴としては、1）株式だけでなく、債券やデリバティブを含むすべての認可投資商品に関する調査レポートに適用すること、2）セルサイドだけでなく、バイサイド（運用会社）の調査レポートにも適用すること、3）利益相反への対応方法を経営幹部に一任し、金融機関の自由度を確保していることを挙げることが出来る。
2. FSA の規制下にある金融機関は、2004 年 6 月末までに利益相反の問題が発生し得る分野を洗い出し、利益相反問題に対処するための適切な社内手続き、社内規定を設定することが求められる。
3. こうした枠組みが既に確立している金融機関はともかくとして、ゼロから確立しようとする金融機関は当面の間試行錯誤を続ける可能性もある。今回の規則改正が英国におけるインベストメント・リサーチにどのような影響を及ぼしていくのかが目が離せない。

I. 最終規則の概要

英国金融サービス機構(FSA)は 2004 年 3 月 22 日、「インベストメント・リサーチにおける利益相反(Conflicts of interest in investment research)」と題するポリシー・ステートメントを公表した¹。英国では、2002 年 7 月にディスカッション・ペーパー(DP)が公表されたのを皮切りにアナリスト規制をめぐる議論が行われてきたが、今回最終規則の公表に至った。

今回公表された英国のインベストメント・リサーチに関する最終規則を見ると、注目すべき特徴として以下の 3 点を指摘することが出来る。

第一に、最終規則はこれまで議論の中心となってきた株式だけではなく、債券やデリバティブを含む、すべての認可投資商品

(designated investments)のアナリスト・リサーチ、及び認可投資商品のパフォーマンスに影響を及ぼす可能性がある商品（コモディティなど）に関する調査レポートまで幅広く適用される点が挙げられる。FSA はコンサルテーション・ペーパー(CP)205 を公表した 2003 年 10 月時点で、社債、エマージング市場債、仕組み商品、非流動債に関しても、潜在的な利益相反の問題が存在するという認識に立っていることを明らかにしていた。これに対し、債券市場におけるセンチメントは、FSA による改正規則を支持する立場に立っている。

第二に、規制の適用範囲が、セルサイド（証券会社）の調査レポートだけでなく、バイサイド（運用会社など）の調査レポート、ファンド・マネジメント会社が運用するユニット・トラストやその他の各種個人向け投資商品に関するレポートにまで拡大することとなった²。多くの運用会社は、通常顧客向け

の調査レポートを配布することはなく、調査レポートは社内での利用に限られるし、顧客に配布される資料があったとしても、投資勧誘を目的としていないとして、FSA の規制案に反発する立場を表明していた。それにも関わらず、FSA は、多くの金融機関がファンド・マネジメント業務、及び同業務と性質上分離するのが困難なその他の業務とが混合しているため、バイサイドにも利益相反問題がないとは言い切れず、適用範囲を拡大することとした。

第三に、金融機関の経営幹部に利益相反への対応方法を一任するなど、個別金融機関の自由度を引き続き確保している点が挙げられる。ベスト・プラクティスに基づく原則主義を維持した FSA は金融機関の自由度を確保する代りに、経営幹部に対し、利益相反問題の有無を認識したうえで、問題がある場合には利益相反への対応方法に関する社内規定を文書化し、かつ公表する責任を負わせることとした。

以下では、一連のインベストメント・リサーチに関する改正規則の概要を紹介する。

1) 調査レポートの客観性

2003 年 10 月に公表された前回のコンサルテーション・ペーパー(CP205)では、アナリストをめぐる一連の新規則を適用する範囲を、「客観的な」(objective)調査レポートに限ることとし、「客観的」、「非客観的」という文言を用いて当該レポートの分類を示すこととされていた³。しかしながら、「客観的」という文言にこだわると潜在的な誤解を招きやすいこと、一方で「非客観的」という文言がレポートの質という観点でネガティブにとられやすく、金融機関がこの文言の使用を避けたいと考えること、といったパブリック・コメントが寄せられていた。

FSA は、金融機関に対して、客観的な調査レポートとその他のマーケティング資料との

間に明確な区分を設けることを義務付ける方針を貫いたうえで、顧客に配布、公表する調査レポートについて、「客観的(objective)」、「独立した(independence)」、「偏りのない(impartial)」(レポート)、という文言の明記を義務付けることを避けた。FSA は、顧客が金融機関の提供する各種資料の位置付けを正確に理解できる体制作りを構築することが最も肝要である、というスタンスをとった。

2) 利益相反に関する社内規定の公表

FSA の規制下にある金融機関が顧客向けに客観的な調査レポートを公表、配布する場合、利益相反問題に対する認識をカバーする社内規定を文書化し、かつ公表することが義務付けられる(業務行為規則 COB. 7.16)。当該金融機関は、要求があれば、社内規定を記載した文書のコピーを誰に対しても提供できる体制を整えなければならない⁴。

なお、利益相反に伴う重要な問題が全く生じないと判断した金融機関は、こうした社内規定を公表しなくても良いこととされた。

3) ピッチ、ロードショーなどへの関与

FSA は、金融機関がコーポレート・ファイナンスの事業機会を調査する際、証券アナリストが有する知識や情報を利用することは認めている。具体的には、アナリストが営業スタッフやトレーディング・スタッフに対し、自らが有するアイデアや情報を提供すること、投資部門の顧客に対してアドバイスを提供することなどを指す。

一方で、証券リサーチの中立性(impartiality)を揺るがすことにつながるピッチなどのマーケティング活動にアナリストが関与すること、ロードショーに参加することは禁止した。

4) アナリストによる個人的な証券投資 (CP205における決定事項)

FSA は、所属する金融機関が公表した銘柄判断と同じ方向の売買をする時に限り、アナリストが個人的な証券取引をすることを認める、という 2003 年 10 月に打ち出した方針を改めて表明した。また、アナリストは、所属する金融機関から予め文書で許可を得ていれば、持分を売却し、現金化することも可能である、とされた (COB7.13.7.E(1)(aa))。

5) レポートの発行禁止期間(CP205 における決定事項)

レポートの発行禁止期間 (クワイエット・ピリオド) について FSA が特定の規制を設定することはしない。

6) アナリスト自身の宣誓(CP205 における決定事項)

レポートの発行禁止期間 (クワイエット・ピリオド) について FSA が特定の規制を設定することはしない。

II. 今後の展望

以上、インベストメント・リサーチに関する改正規則の概要を見てきたが、一連の規則は大きく 2 段階に分けて導入されることになる。

第一段階として、ピッチやロードショーなどコーポレート・ファイナンス業務へのアナリストの関与 (業務行為規則 COB5.10)、調査レポート発行前におけるディーリング (同 COB.7.3)、アナリストによる個人的な証券投資(同 COB7.13)に関する改正規則は、2004 年 5 月 1 日から施行される⁵。また、利益相反への対応方法に関する社内規定の作成及び公表など、インベストメント・リサーチ (COB7.16)に関する規則については、第 2 段階として 2004 年 7 月 1 日より施行される。

FSA の規制対象となっている金融機関は、同年 6 月末までに利益相反の問題が発生しうる分野を洗い出したうえで、利益相反問題に対処するための適切な社内手続き、社内規定を設定することが求められている。そして、FSA は 2004 年 7 月以降、規制対象下の金融機関が改正規則を遵守しているか、客観的な証券リサーチとマーケティング資料をはじめとするその他の資料とを明確に区分しているかを評価する方針を表明した。

ピッチやロードショーへのアナリストの参加を禁止したり、アナリストによる個人的な証券投資を制限したりする規制の内容は米国など他の主要国と比して大きな違いがあるわけではないが、規制の適用範囲をセルサイド証券会社によるエクイティ・リサーチに限定せず、広範に設定した点は英国の独自色が強いと言えよう。2001 年 12 月に単一金融規制機関として誕生した FSA が今回とったスタンスでは、金融・資本市場における大きな環境変化が起こるたびに規制を変更する必要があるうえ、金融機関の業種、業態に基づく規制ではないことから、汎用性が高い規制体系である、とすることがいえる。

しかしながら、具体的な規制対象商品のリストがあるわけでもなく、規制対象範囲が広い状況は一方で、金融機関側の混乱を招くことにもつながりかねない。既に利益相反の有無を判断するプロセスや利益相反が見られる場合の対処方法といった枠組みが確立している金融機関は問題ないが、こうした枠組みをゼロから確立しようとする金融機関にとっては試行錯誤のなか、確信が持てない状況が当面の間続く可能性もある。FSA は、社内規定の構築に向けた金融機関の動きを支援する立場を表明しているものの、FSA の人的資源も限られているなか、金融機関に対してどこまでアドバイスをすることが可能なのか疑問を抱かざるを得ない。いずれにしても、今後の英国におけるインベストメント・リサー

ちに今回の改正規則がどのような影響を及ぼしていくのか目が離せない。

¹ FSA, “Conflicts of interest in investment research”, Policy statement(04/6)

² 例えば、運用会社がインハウスのユニット・トラスト(オープンエンド型投資信託)に関する調査レポートを公表する場合も、同レポートの公表によって利益相反が生じる際には、利益相反への対応方法に関する社内規定を公表することが義務付けられる。

³ 詳細については、林宏美「進展する英国におけるアナリスト規制見直しの動き」『資本市場クォーターリー』2004年冬号参照。

⁴ 適切なウェブサイトで公表する方法でも良い。

⁵ 2003年10月のCP205発表時には、これらの規則を2004年2月1日より導入するとしていたが、より長い時間的猶予を求める業界の声を受けて、その導入は2004年5月に延期された。