

# わが国でも整備が進む証券アナリスト規制

田中（平松）那須加

## 要 約

1. 2004年3月17日、日本証券業協会の理事会決議「アナリスト・レポートの取り扱い等について」が改正され、5月1日より施行された。
2. 今回の改正では、米国と同様に、アナリストが引受部門や投資銀行部門の提案活動に関与することを禁止する規定等を追加した点が注目された。また、外部アナリストのレポートを使用する場合の管理体制に関する規定も追加された。
3. 会員証券会社に対して(1)アナリストの独立性を確保する社内管理体制の整備を求める、(2)利益相反の可能性について開示させる、(3)アナリスト個人による証券売買を制限する、という理事会決議の構成は、米国で制定された自主規制機関の規則と共通する。
4. アナリスト規制で証券会社におけるアナリストのあり方に最も大きな影響を与えると考えられるのは、今回追加されたアナリストと投資銀行部門との関係を制限する規定であろう。証券会社においては、調査部門をどのように維持・活用していくのかが大きな課題となる。

## I. 経緯

### 1. わが国のアナリスト規制

2004年3月17日、日本証券業協会の「アナリスト・レポートの取り扱い等について」(理事会決議)が改正され、5月1日より施行された。改正された決議は、証券会社におけるアナリスト・レポートの作成および使用が適正かつ公正に行われるようにすることを目的に2002年1月に制定された自主ルールである。

各国の規制当局や自主規制機関は、最近、投資家保護の観点から、アナリストの投資推奨の中立性を確保するための施策を講じている。これは、セルサイド・アナリストの投資推奨が個人投資家にも大きな影響力を及ぼすと考えられるためである。規制の方法としては、法律の制定や自主規制

機関による規制などの形式があり得るが、わが国では、日本証券業協会による自主ルールが制定された。

日本証券業協会の理事会決議の内容は、2002年の制定以来、海外の動向等を鑑みて拡充されてきた(次頁図表1)。わが国の規制は、アナリスト問題で先行的に規制を制定してきた米国の影響を受けている。そこで、本稿では、米国の動向を織り交ぜながら、これまでの経緯を紹介することとしたい<sup>1</sup>。

### 2. 2002年1月の理事会決議制定

理事会決議が制定された2002年1月当時、米国では、既に証券会社の任意業界団体である証券業者協会(SIA)が業界規範「調査のベスト・プラクティス」を発表し、証券会社の社内体制やレポートの内容について望ましい姿を示していた。

図表 1 日本証券業協会の理事会決議

2002.1の理事会決議	2003.1の改正	2004.3の改正
<p><b>1. 社内管理体制の整備</b> 必要に応じ社内規則を制定する等社内管理体制を整備し、アナリスト・レポートの作成や使用等に係る業務が適正かつ公正に遂行されるよう努めなければならない</p> <p><b>2. 社内審査</b> ・アナリスト・レポートの表示内容や評価が適正かつ合理的なものとなるように努める ・アナリスト・レポートの審査担当者を設置する</p>	<p>審査項目に、(1)レーティングの定義、(2)目標株価の根拠と達成予想期間が明示されていることを追加</p>	<p>新規に追加された項目</p>
	<p><b>3. アナリスト・レポートの保管</b> 公表したレポート及び当該レポートに係る社内審査を行った旨の記録をレポートの公表日から3年間保管しなければならない</p>	<p>既にある項目の内容を拡充</p>
	<p><b>4. 利益相反の表示</b> ・会員及びアナリストとアナリスト・レポートの対象会社との重大な利益相反関係をレポートで明確に表示しなければならない ・株式等の募集又は売出しの主幹事を務めた旨をレポートで表示しなければならない(有価証券届出書提出から1年以内) ・証券取引所への上場又は日本証券業協会への登録に伴い株式の募集又は売出しの主幹事を務めた場合、上場日・登録日から10営業日を経過するまでの間にレポートを発表する場合には、レーティング及び目標株価を表示してはならない</p>	<p><b>5. 外部アナリスト執筆のレポートの使用</b> ・契約等に基づき外部アナリストのレポートを使用する場合、外部アナリストと対象会社との重大な利益相反関係をレポートで明確に表示するための措置を講じなければならない(またはその内容を顧客に通知する) ・外部アナリストのレポートを使用する場合、(1)会員証券会社がレポートの作成につき対価を支払っている、(2)会員証券会社が対象会社を指定してレポートの作成を依頼した場合には、顧客に通知又はレポートに表示</p>
<p><b>6. 情報管理の徹底</b> ・重要情報の適正な管理の徹底に努める ・重要情報の管理方法、アナリストが他部門の業務に携わる場合や調査部門から他部門に重要情報を伝達する場合の手続きや行為規制に留意しなければならない</p>	<p>管理の徹底に努めるものとする 適正に管理しなければならない (努力規定から義務規定に変更)</p>	
<p><b>7. 重要情報の適切な利用</b> ・重要情報を利用した自己取引を回避するための管理の徹底に努めなければならない ・役職員が重要情報を用いて一部の顧客に勧誘等を行うことのないよう指導・監督しなければならない ・発表直後のアナリスト・レポートの内容を利用した自己取引で顧客利益に優先しないように努めなければならない</p>	<p>アナリストが役員となっている会社のレポートをアナリスト自ら執筆させてはならない</p>	
<p><b>8. アナリストの意見の独立性の確保</b> ・アナリスト・レポートの内容に関して社内の引受部門、投資銀行部門、法人部門、営業部門等から不当な干渉や介入がないように指導・監督しなければならない ・アナリストが特定顧客の利益を考慮して自らの独立した意見と異なる表示を行わないよう指導・監督しなければならない</p>	<p>適切な組織体制及び報酬体系を整備しなければならない</p>	
<p><b>10. 顧客への約束等の禁止</b> 引受部門、投資銀行部門、法人部門、営業部門等の役職員が顧客又は見込み顧客にレポートにおける一定の表示又は評価を行うことを約束しないよう指導・監督しなければならない</p>	<p>引受部門等の役職員がアナリスト・レポートの作成を約束しないよう指導・監督しなければならない</p>	<p><b>9. 引受部門・投資銀行部門の業務への関与禁止</b> 引受部門及び投資銀行部門からのアナリストの独立性の確保に十分に留意し、役職員が下記の行為を行うことのないようにしなければならない ・アナリストが引受部門又は投資銀行部門の業務に関して行う企業等への提案活動に関与すること ・引受部門又は投資銀行部門の役職員が提案活動にアナリスト又は外部アナリストを関与させようとする又は関与させること ・アナリストが企業等又は当該会員証券会社が行う投資家への説明会等(引受部門又は投資銀行部門が関与するもの)に関与すること ・引受部門又は投資銀行部門の役職員が説明会等にアナリスト又は外部アナリストを関与させようとする又は関与させること</p>
	<p><b>11. 対象会社への事前通知の禁止</b> レポートの対象会社に発表前のレポートを通知してはならない</p>	
<p><b>12. アナリストの資質の向上</b> アナリストによる法令順守の徹底を図り、レポートの内容を検証・評価する等、アナリストの資質の向上に努めなければならない</p>		
<p><b>13. アナリスト等の証券取引への対応</b> ・アナリスト個人による担当企業の有価証券の売買や保有に関し、アナリストの公正かつ適正な業務の遂行が確保されるよう努めなければならない ・役職員がアナリスト・レポートの作成や審査の際に入手した重要情報を利用した売買等を行わないよう努めなければならない</p>	<p>契約等に基づき外部アナリストのレポートを使用する場合、外部アナリストの有価証券の売買等又は保有に関して適切な措置が講じられていることを確認しなければならない</p>	

(出所) 日本証券業協会『証券業報』より野村資本市場研究所作成

また、連邦議会ではアナリストの利益相反問題に関する公聴会が開催され、米国証券取引委員会（SEC）は投資家に注意を促すガイダンスを発表していた。

一方、わが国でも、2001年8月、金融庁がINGベアリング証券会社東京支店に対し、アナリスト・レポートの「投資判断において重要な事項につき誤解を生ぜしめる誤りが複数の数値等について認められた」として、業務改善命令の発出を公表していた。

以上の状況を受けて日本証券業協会が制定した理事会決議は、会員証券会社に対して下記のことを要請するものであった。

- 1) レポートの内容が適正かつ合理的なものになるように社内審査を行う、
- 2) アナリストが他部門の業務に携わる場合や他部門に重要情報を伝達する場合の重要情報の管理の徹底に努める、

3) アナリストがレポートを執筆する際に他部門から干渉や介入がないように指導・監督し、また、引受部門や投資銀行部門等の役職員が顧客や見込み顧客にレポートの内容を約束しないように指導・監督することでアナリストの意見の独立性を確保する、

4) アナリスト・レポートの内容を検証・評価する社内委員会等を設置し、アナリストの資質の向上に努める、

5) アナリスト個人による担当企業の有価証券の売買や保有を原則禁止し、社内の役職員がアナリスト・レポートの作成や審査で入手した重要情報を用いて個人的な売買等を行わないように努める。

加えて、理事会決議は、会員証券会社に対し、上記の内容について明文化された社内ルールを制定することを要請した。

図表2 アナリスト問題に対する日米の対応（年表）

年	月	米国	日本
2001	6	・SIA、リサーチの客観性を担保するための業界向けガイダンスを発表 ・連邦議会、公聴会を開催 ・SEC、投資家向けガイダンスを発表	
	7	・連邦議会、第二回公聴会を開催	
	8		・金融庁、INGベアリング社に業務改善命令
2002	1		・日本証券業協会、アナリスト・レポートに関する理事会決議を制定
	4	・SEC、アナリスト問題の正式捜査を開始したと発表	
	5	・ニューヨーク州司法当局とメリルリンチ、アナリスト問題に関する和解の成立を発表 ・SEC、NYSEとNASDAQが作成したアナリストの中立性に関する規則を承認	
	7	・企業改革法、成立	
	8		・金融庁、「証券市場の改革促進プログラム」を発表
	12	・SEC等、包括的和解案を発表	
2003	1		・日本証券業協会、理事会決議を改正
	4	・包括的和解の成立 ・レギュレーション・アナリスト・サーティフィケーションの施行	
	7	・SEC、NYSEとNASDAQのアナリスト規則の強化を承認	
	12		・証券取引等監視委員会、外部アナリストのレポート使用に関して建議
2004	3		・日本証券業協会、理事会決議を改正

（出所）野村資本市場研究所

### 3. 2003年1月の改正

その後、2003年に理事会決議の最初の改正が行われるまでの間に、米国では、ニューヨーク州司法当局とメリルリンチ証券が和解を成立させ、ニューヨーク証券取引所（NYSE）と全米証券業協会（NASD）の自主規則がSECに承認された。また、2002年7月に成立した企業改革法にアナリストの利益相反問題への対応が盛り込まれた。加えて、SEC等によるウォール街の大手証券会社の捜査が進むなど、米国のアナリスト問題は解決に向けて大きく前進していた。

NYSEとNASDの自主規則は主に、①調査部門と投資銀行部門等との間のチャイニーズ・ウォールを強化する組織改革、②アナリストの報酬を投資銀行業務の特定案件に連動させることを禁止する報酬体系の見直し、③アナリスト個人や証券会社と調査対象会社との利害関係、過去のレーティングの推移、会社全体のレーティングの分布状況を公表するなど情報開示の強化、④証券発行の引受幹事に対するレポート発行禁止期間（クワイエット・ピリオド）の設定、⑤アナリスト個人等による担当銘柄の売買の制限、という内容であった。

その間、わが国では、2002年8月に金融庁が発表した「証券市場の改革促進プログラム」において、投資家から信頼される証券市場を確立するためには証券アナリストの信頼性を向上する必要があると明記された。更に金融庁は、IOSCOや米国の議論を踏まえてアナリストのあり方を検討するとし、日本証券業協会に自主ルールの見直しを要請した。

その結果、2003年1月、理事会決議に利益相反の表示義務、アナリストの報酬体系の整備、レポートの調査対象となっている発行会社への事前通知の禁止等の規定が追加された。

利益相反の表示に関する規定は、会員証券会社に対して次の三点を義務付けている。

- 1) 会員証券会社およびアナリスト個人と調査対象会社との間に、アナリストの意見の独立性に影響を与えうる状態が発生する可能

性が高いと考えられる関係にある場合、その内容をレポートに明確に表示すること、

- 2) 株式等の募集又は売出しの主幹事を務めた会社に関するアナリスト・レポートを発表する場合は、当該募集又は売出しの有価証券届出書の提出日から1年以内はレポートにその旨を表示すること、
- 3) 証券取引所への上場又は日本証券業協会への登録に伴う株式の募集又は売出しの主幹事を務めた場合には、上場日・登録日から10営業日を経過するまではアナリスト・レポートにレーティング及び目標株価を表示しないこと（クワイエット・ピリオド）。

理事会決議の考え方によれば、1)には、①証券会社と調査対象会社が親・子会社、関連会社、関係会社にある、②証券会社の役員が対象会社の役員である、③証券会社が対象会社の株式等を5%超保有している、④アナリストが対象会社の職員・顧問である、⑤アナリストの家族が対象会社の役員である、⑥アナリスト又はその家族が対象会社の有価証券を保有している等が該当する。

## II. 今回の改正

### 1. 改正に影響を与えた国内外の動向

2003年の理事会決議の改正後、米国ではアナリスト問題が終盤を迎えた。2003年4月に規制当局と主要証券会社10社が和解（いわゆる包括的和解）を発表したのである。

和解の内容は、総額14億ドルの和解金の支払いに加えて、調査部門と投資銀行部門との物理的な隔離、アナリストが投資銀行業務の販促活動（ピッチ・ミーティングやロードショーを含む）に参加することの禁止、独立系リサーチ会社からのアナリスト・レポートの購入義務など、従来以上に踏み込んだものであった。アナリストのピッチ・ミーティングへの参加禁止規定などは、後にNYSEとNASDの自主規則に取り込まれ、米国の全て

の証券会社に及ぶこととなった。

また、同月には、SEC が制定したレギュレーション・アナリスト・サーティフィケーションが施行され、アナリストはレポートにおいて、その内容が自分自身の独立した意見であると宣誓することが義務づけられた。

一方、わが国では、証券会社が外部のアナリスト・レポートを使用する際の管理体制が問題となった。2003 年 12 月、証券取引等監視委員会は金融庁に対し、証券会社が外部のアナリストのレポートを使用して投資家への勧誘等を行う際には、証券会社がそれらアナリスト・レポートおよびアナリストに対する管理体制を構築する必要がある、という内容の建議を行ったのである。この背景には、下記の二つの事例があった。

- 1) 某証券会社が社外のアナリストとレポートの作成で業務委託契約を締結していたところ、当該アナリストが自ら買い推奨をつけた株式をレポートの公表前に買い付け、公表後に株価が上昇した時点で売却するという行為を繰り返していた。証券会社は、アナリストの証券取引口座を自社に移管することを求めたが拒否された。そこで、契約書に法令遵守の項目を設けていたが、それ以外は特に措置を講ぜず、外部アナリスト個人の証券取引上の利害関係をレポートで開示していなかった。
- 2) 別の証券会社が、情報提供会社にアナリスト・レポートの作成を依頼し、そのレポートをウェブサイト上で顧客に無料で提供していた。同証券会社が銘柄を指定し、また、契約に基づき情報提供会社に対価を支払っていたが、その旨は顧客には通知されておらず、あたかも情報提供会社自身が独自に銘柄選定を行ってレポートを作成したように示されていたとされる。この状況について、証券取引等監視委員会は、「重要な事項につき誤解を

生ぜしめるべき表示をする行為（証券取引法第 42 条第 1 項代 9 号内閣府令第 4 条第 1 号）」に該当すると指摘した。

## 2. 二つの改正項目

2 回目となる 2004 年の理事会決議改正では、米国と同様に、引受部門や投資銀行部門の業務にアナリストが関与することを制限する規定が追加された点が注目される。具体的には、引受部門又は投資銀行部門の業務に関して行う提案活動にアナリストが参加することや、両部門が関与する投資家向け説明会にアナリストが関与することが禁止された。

「理事会決議の考え方」によれば、「提案活動」とは、引受部門や投資銀行部門の業務又は取引を獲得するための活動と定義される。具体的な例としては、<1>アナリストが引受部門又は投資銀行部門の業務に関する会議にいずれかの部門の役職員又はいずれかの部門の顧客と同席すること、<2>引受部門や投資銀行部門のために企業等に提案活動を行うこと、<3>引受部門や投資銀行部門の提案活動の資料作成を行うこととされている。

また、証券会社が外部のアナリストのレポートを作成する場合の管理体制に関する規定も追加された。証券会社は、<1>外部アナリストと対象会社との重大な利益相反関係をレポートに表示するための措置を講じること、<2>証券会社がレポートの作成について対価を支払っている又は対象会社を指定してレポートの作成を依頼した事実を顧客に通知することが義務付けられた。

## III. アナリスト規制の影響

わが国のアナリスト規制は、証券会社に<1>アナリストの独立性を確保する社内管理体制の整備を求める、<2>利益相反の可能性について開示させる、<3>アナリスト個人による証券売買を制限するという構成となつて

おり、米国の自主規制機関の規則と基本的には共通している。

わが国のアナリスト規制で、証券会社におけるアナリストのあり方に最も大きな影響を与えると考えられるのは、今回の理事会決議の改正で追加された、アナリストの投資銀行業務への関与を制限する規定であろう。

わが国の証券会社では、アナリストの報酬が投資銀行部門の案件に連動するような報酬体系はあまりない。また、日本証券アナリスト協会によれば、アナリストは米国の場合ほど投資銀行部門の業務に深く関わっていないともされる。しかし、わが国の証券会社においても調査部門の費用をいかにして回収するかは重要な問題であり、アナリストと投資銀行業務との関係は無視できない問題である。

欧州では、日米とは異なるアプローチが提案されている<sup>2</sup>。EU 委員会が設置した専門家グループの提案では、アナリストが投資銀行部門の提案活動に参加することを禁止する必要はないとされた。アナリストが投資銀行部門の業務に関与している間は投資推奨を発表しない、といった社内管理体制が整備されていれば足りるという考えである。これは、IPO の際にアナリストによるエクイティ・ストーリーの作成やバリュエーションが価格形成に寄与していること等を重視した結果である。

それに対して、日米のアナリスト規制は、アナリストに対して投資銀行部門等からの圧力がかけられる可能性が最も高い提案活動への参加を禁止することで、より直接的にアナリストの独立性が奪われる危険性を排除しようとしている。アナリストは、潜在顧客のスクリーニングや案件を獲得した後のデュー・ディリジェンスという限られた範囲で投資銀行業務に関与することが認められる。

証券会社においては、今後、調査部門をどのように維持・活用していくのかが大きな課題となる。

---

<sup>1</sup> 米国のアナリスト規制については、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、「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年夏号を参照。

<sup>2</sup> 欧州のアナリスト規制の詳細は、林宏美「進展する欧州における証券アナリスト規制の見直し」『資本市場クォーターリー』2003年秋を参照。