

進展する英国におけるアナリスト規制見直しの動き

英国金融サービス機構（FSA）は2003年10月28日、「利益相反：インベストメント・リサーチ及び証券発行」と題するコンサルテーション・ペーパー（CP205）を公表した¹。今回のCP205では、FSAが2003年2月に公表したCP171へのフィードバックに加えて、アナリストの利益相反問題の一部では、再度パブリック・コメントを求めている²。なお、今回のCP205で最終決定された規則の一部は2004年2月1日から施行される予定である。

1. これまでの経緯

英国金融サービス機構（FSA）は、2002年7月にディスカッション・ペーパー（DP）を、2003年2月にはコンサルテーション・ペーパー（CP171）を公表し、英国におけるアナリスト規制の見直しを検討してきた³。当初はCP171に対して寄せられたパブリック・コメントを踏まえて、最終的な規則が2003年夏にも打ち出される予定であった。しかしながら、当初予定から大幅に遅れた2003年10月28日、利益相反問題に関する取り扱いの一部について、FSAは再度コンサルテーション・ペーパー（CP205）を公表し、関係者の見解を求めることとした。

FSAは既に、原則主義に基づいた現行の規制体系（principles-based regimes）の下、規制対象金融機関に対して利益相反の問題を管理、抑制することを義務付けているが、その方向性が不明瞭であるという指摘を受けて、アナリストをめぐる業務行為規則（Conduct of Business、COB）の一部修正を議論してきた。

折しも2003年9月には、EU委員会、証券監督者国際機構（IOSCO）がそれぞれアナリスト規制に関する基本方針を公表しており、今回発表されたFSAの規則案は、こうした方針をも踏まえた内容になっている⁴。

¹ FSA “Conflicts of interest: Investment research and issues of securities-feedback on CP171,made text and limited further consultation”、2003年10月

² CP171 について詳細は、林宏美「英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』2003年春号参照。

³ DP15 “Investment Research: conflicts and other issues”（2002年7月）、CP171 “Conflicts of interest: Investment Research and issues of securities”（2003年2月）。

⁴ 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年秋号参照。

2. コンサルテーション・ペーパーの主なポイント

FSAはこれまで、アナリストの利益相反問題の管理に責任を有するのは各証券会社の経営幹部である、という主張を一貫して繰り返してきたが、今回のコンサルテーション・ペーパーではこの点がさらに強調されている。利益相反への対応方法などを事細かに規制するのではなく、証券会社の経営幹部に利益相反への対応方法を一任する代わりに、そうした対応方法に関する社内規定を文書化し、公表する義務を負わせる規制案を提示している点からも、FSAのアナリスト規制に対する姿勢が理解できる。

FSAは、今回利益相反問題について大きな変更を施した点に関して再度パブリック・コメントを求める一方で、大部分の規制については最終的な規則を公表した。なお、銘柄のレーティングなど、一部の情報開示規則については、市場における不正行為（market abuse）に関するEU指令を2004年に国内法化する際に規制に盛り込むこととした。

1) 再度パブリック・コメントを求める規則案

利益相反の管理、抑制に関する以下の項目について、FSAは2003年12月24日までの期間に再度パブリック・コメントを求めることとした（図表1）。

（1）客観的な調査レポート

FSA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）調査レポートを発行する場合に狭めることにした。そのため、客観的な調査レポートの範疇に入らないマーケティング資料などについては、現行のFSA業務原則（Principles for Business）の下、客観的な調査レポートと明確に区分する形で引き続き提供する道が確保されることとなった。なかでも、顧客とのコミュニケーションは明瞭かつ公正でなければならない、誤解を招くものであってはならないとする原則7、利益相反の問題に対する適切な管理を求める原則8を中心とした規定が、客観的な調査レポート以外の資料を提供する際の道しるべとなる。

（2）利益相反に関する社内規定の公表

前回のコンサルテーション・ペーパー（CP171）からの最大の変更点の一つは、FSAの規制下にある金融機関が顧客向けに調査レポートを公表する場合、利益相反問題への対応方法をうたった社内規定を文書化し、かつ公表する義務を有する点にある。なお、この点は、当該金融機関が、ある調査レポートが客観的な（objective）レポートであると宣言する際にのみ求められる。

FSAは、証券会社の規模や組織構造、顧客の証券市場に関する知識のレベルなどを含むビジネス・モデルが証券会社によって様々である事実を踏まえ、すべての証券会社に対して

一律の規則を導入するよりも、各会社の経営幹部に裁量を与えることが適切である、という判断を下した。

そのうえでFSAは、業界団体が証券会社に対してベスト・プラクティスを促すような業界標準を将来的に構築することも期待している。

(3) 規制案の適用範囲

FSAは、一連のアナリストをめぐる規制案の適用範囲を株式調査だけに限定するのではなく、債券やデリバティブなど株式以外の調査業務にも適用する方針を打ち出した。また、一連の規制は、セルサイドとバイサイド、大手金融機関と中小金融機関とを区別することなく、広く適用することとした。

図表1 パブリック・コメントを求める質問事項

質問	内容
Q1	FSAの提案が適用される範囲を、客観的なものとして公表される、或いは客観性を当てにした証券調査レポートに狭めることに賛成するか？
Q2	客観的なものとして公表される、或いは客観性を当てにした証券調査レポートの概念は、十分に明瞭なものになっているか？
Q3	客観的なものとして公表すべき調査レポートの種類を具体的に提示しないFSAの決定に賛成するか？
Q4	どのような種類の調査レポートを期待するか？ a) FSAが提案している規制の枠内で作成されるレポート b) FSAが提案している規制の枠外で作成されるレポート
Q5	調査レポートを受取る人々や証券会社の顧客は、FSAが設定しようとしている規制上の区分をどのように用いると考えるか？
Q6	調査レポートが、客観的な証券調査に関するFSAの新ガイドラインに沿った形で作成されていなくても、明瞭かつ公正で、誤解を招かないようにすることが出来る、という見解に賛成か？また、こうした調査レポートが明瞭かつ公正で、誤解を招かないものであるべき、とする見解に賛成か？
Q7	客観的な証券調査レポートを提供する証券会社は、利益相反を管理する社内規定を設定、適用すること、また規定を公表することを義務付けるFSAの提案に賛成するか？
Q8	証券会社が、証券リサーチに関わる利益相反の管理方針の設定を義務付けるFSAの規制案が、株式以外の投資商品に対しても適切な形で適用することが出来るかと考えるか？
Q9	FSAの提案が中小の証券会社やセルサイド以外の金融機関の利益相反もカバーすべき、という見解に賛成するか？
Q10	中小の証券会社やセルサイド以外の金融機関が、FSAの利益相反の管理方針を遵守する際に具体的な問題があるか？

(出所) FSA “Conflicts of interest: Investment research and issues of securities” (CP205) より野村総合研究所ヨーロッパ作成

2) 最終的に決定された規則

(1) アナリストによる個人的な証券投資

従業員による個人的な証券投資については、既存の規則（COB7.13）の下、従業員が証券投資をする際の社内手続きや社内規定を各証券会社が設定することが義務付けられている。もっとも、アナリストがカバーしている特定銘柄の取引を禁止している証券会社もあれば、同取引を容認している証券会社もあるなど、証券会社によってその規定はまちまちである。FSAは、この点についても、証券会社の経営幹部が決定する類のものとして、業界の慣習を尊重する規則を導入することとした。すなわち、FSAは、証券会社として公表した銘柄判断に反しない形であれば、アナリストが個人的な証券取引をすることを認めるとしたことに加え、所属する証券会社から予め文書で許可を得ていれば、アナリストが株式持分を売却し、現金化することも容認する（COB7.13.7 E(1)(aa)）。

(2) アナリストの研修、資格

アナリストの利益相反問題に対応する責任を有するのは、各証券会社の経営幹部である、とするFSAの基本的見解の下、アナリストに対する研修の義務付けや資格の導入は行わないこととした。

(3) 公衆の問題

アナリストの調査レポートはその大部分がプロの機関投資家向けに配布されており、公衆が直接こうした調査レポートを受取ることはごく稀なケースである。公衆はむしろ、新聞やウェブサイトをはじめとしたメディアが提供する銘柄紹介に関するコラム、推奨銘柄に関する記述などを通じて、間接的に調査レポートに触れるほうが一般的である。FSAはこうしたメディアを通じて公衆に提供される情報がアウト・オブ・デートであり、かつ本来の意図が歪められた形で紹介される公算が大きいことに懸念を抱いている。

もっとも、FSAには、アナリストによる見解を間接的かつ部分的に紹介するメディアに対して規制を課す権限はない。そのため、FSAとしては投資家教育を実施することによって、証券情報に関する公衆の認知度を高めることに注力することとした。

(4) その他の主な決定事項

①リサーチ業務以外へのアナリストの関与

・客観的な証券調査レポートを執筆するアナリストが、ピッチやロードショーに参加することを禁止する。

②アナリストの報酬

- ・アナリストの報酬体系は、アナリストが客観性に欠ける調査レポートを執筆するインセンティブを生むような仕組みであってはならない。
- ・アナリストの報酬が特定のコーポレート・ファイナンス取引に連動してはならない。

③レポートの発行禁止期間（クワイエット・ピリオド）

- ・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。
- ・客観的な調査レポートを公表する証券会社は、そうしたレポート発行の方法やタイミングに関して、利益相反の管理に関する社内規定を設定する義務を負う。

④その他

- ・レポートの内容に関して、アナリスト自身による宣誓を義務づけることはしない。

3. 今後の展望

最終的に策定された規則のうち、(1)～(3)については3ヶ月の準備期間を経て、2004年2月1日から施行されることになる。またアナリストをめぐる一連の規則が導入されるのは2004年夏になると見られている。

証券市場のグローバル化が進展するなか、英国金融サービス機構も、SECをはじめとした米国の規制当局による規制、証券監督者国際機構（IOSCO）の基本方針を意識し、こうした規制に矛盾しない形にすることに細心の注意を払ったように感じられる。例えば、利益相反に対応するやり方は、証券会社の経営幹部の裁量に委ねる形を基本的にとっているとはいえ、ピッチやロードショーへのアナリストの関与は明確に禁止している点などはその表れであると捉えられよう。

とはいえ、FSAは、米国のように、独立系調査レポートの提供やアナリスト自身による宣誓を義務づけるような規制は盛り込んでおらず、引き続き米国とは一線を画した立場を維持している。客観的な調査レポートとそうでないマーケティング資料との間に明確な線引きをすることによって、利益相反問題への対応をしようとするFSAの新たな試みが最終的にどのように決定されるのか、今後の展開が注目される。

(林 宏美)