

### 成立した米国アナリスト問題の和解

2003年4月28日、米国で、セルサイド・アナリストの中立性問題をめぐる包括的和解(global settlement)の最終的な内容が発表された。これまで、アナリストの中立性問題については、連邦議会による公聴会や企業改革法の制定、ニューヨーク証券取引所(NYSE)と全米証券業協会(NASD)による規則制定、そしてニューヨーク州司法当局によるメリルリンチの摘発など、関連機関がそれぞれ個別に対策を講じてきた。しかし、今回の大手証券会社の摘発では、連邦および州規制当局と自主規制機関とが合同で調査を進め、規制当局側の統一的な見解が示されたということもあり、注目を集めている。

#### 1. 包括的和解の内容

米国では、インターネット・バブルが崩壊して株式相場が下落した頃から、アナリストの投資評価に「売り」推奨が少ないことが疑問視され、アナリストが、投資銀行業務の案件を獲得または維持する目的で、同部門の顧客企業については不当に高い投資評価を行っているのではないかとということが問題視されるようになった。

そこで、2001年6月と7月に連邦議会がアナリストの利益相反に関する公聴会を開催し、NYSEとNASDがアナリストの利益相反を防止する規則を制定する一方で、ニューヨーク州司法当局がメリルリンチのアナリストが証券法に違反したとして摘発に踏み切った。このように連邦および州レベルで様々な対策が講じられる中、証券取引委員会(SEC)、州規制当局、自主規制機関の間では、大手証券会社の合同捜査が進められていた。2002年12月には、その合同捜査の結果に基づく規制当局側の統一的な見解が包括的和解案として発表され、その最終的な内容の発表が待たれていた<sup>1</sup>。

包括的和解で大手証券会社10社が支払う和解金の金額や証券会社に義務付けられる措置の内容は、2002年末に発表された和解案<sup>2</sup>から大幅な変更はなかった。新たな情報としては、各社の違法行為の詳細が明らかにされた。また、SECは、ソロモン・スミス・バーニーの元アナリストのジャック・グラブマン氏と、メリルリンチの元アナリストのヘンリー・ブロジット氏との和解を発表し、両氏は証券業界から永久追放されることになった<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 詳しくは、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年夏号参照。

<sup>2</sup> 和解案については、平松那須加「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年冬号参照。

<sup>3</sup> グラブマン氏の和解金は1,500万ドル(不当利得の吐き出し750万ドルと民事制裁金750万ドル)で、ブ

## 1) 各社の違法行為

包括的和解に参加した 10 社について問題とされた行為は、次の 5 つに分類されている。SEC は、これら違法行為について、各社と和解済みの民事訴訟をニューヨーク州連邦地方裁判所に申立てた。

- ① 詐欺的な内容のアナリスト・レポートの発行  
投資銀行部門からの圧力を受けて同部門の顧客企業に好意的な投資評価を行うことが暗黙の了解となっていたケース、アナリストがレポートで「買い」推奨した銘柄について、本当はそのように評価していないことを電子メールで同僚に伝えていたケース等がある。
- ② 公正な取引および誠実原則 (principles of fair dealing and good faith) に基づかず、評価した事実の有効な根拠を示さず、過大評価または不当な評価や、合理的な根拠のない意見を含むアナリスト・レポートの発行
- ③ 投資銀行部門の顧客について他の証券会社に代金を払ってレポートを発行してもらった事実を開示しなかったこと、あるいは他社から依頼されてレポートを発行してその対価を受け取った事実を開示しなかったこと
- ④ 人気の高い IPO 銘柄のスピンング  
投資銀行業務の案件を獲得する目的で発行体の幹部職員に IPO 銘柄を優先的に割り当てる行為。
- ⑤ 調査部門と投資銀行部門の監督体制が適切でなかったこと

SEC が摘発した違反の内容を会社別に示したのが、次頁の図表 1 である。

---

ロジット氏は 400 万ドル (不当利得の吐き出し 200 万ドルと民事制裁金 200 万ドル) と発表されている。両氏とも、証券諸法および NASD と NYSE 規則違反に対するインジャンクション、譴責、ブローカー・ディーラーおよび投資顧問業からの永久追放に同意している。

図表 1 各社の違反行為

違反行為の内容 下段：違反 条項	① 詐欺的な内容の アナリスト・レポ ート発行	② 公正な取引およ び誠実原則に従 わず、評価した事 実の有効な根拠 を示さず、過大評 価または不当な 評価や、合理的な 根拠のない意見 を含むアナリス ト・レポートの発 行	③ A リサーチに対 する報酬を受け 取ったことを開 示しなかった B 他の証券会社 のリサーチに対 して報酬を支払 ったことを開示 しなかった	④ 人気の高い IPO 銘柄のスピン グ	⑤ 調査部門と投資 銀行部門の監督 体制の不適切
	会社名	・証券取引所法 15(c) ・州法	・NYSE 規則 401,472,476(a)( 6) ・NASD 規則 2110・2210 ・州法の倫理規定	A・証券法 17(b) ・NYSE 規則 476(a)(6),401,4 72 ・NASD 規則 2210・2110 B・NYSE 規則 476(a)(6),401,4 72 ・NASD 規則 2210・2110 ・州法	・自主規制機関の ビジネス規準、 公正衡平な取 引原則 ・取引の記録維持 違反については証券取引所 法 17(a), NYSE 規 則 440 NASD 規 則 3110
ベア・スターンズ		○	○ (B)		○
CSFB	○	○		○	○
ゴールドマン・サク クス		○			○
JP モルガン			○ (B)		○
リーマン・ブラザー ズ		○			○
メリルリンチ	○	○			○
モルガン・スタンレ ー			○ (B)		○
パイパー・ジャフレ ー		○	○ (A・B)		○
SSB	○	○		○	○
UBS ウォーバーク		○	○ (A・B)		○

(出所) SEC 発表資料より作成

③では、引受け主幹事が、シンジケート団に参加している他の証券会社等にアナリスト・レポートの発行を有償で依頼した事実<sup>4</sup>が投資家に開示されなかったことが問題とされた。引受け主幹事の注文により書かれたレポートであるという事実が開示されず、投資家はそのレポートの内容が歪められている可能性を察知することができなかった。

例えば、モルガン・スタンレーは、1999年から2001年の間に主幹事を務めた12件以上

<sup>4</sup> このような行為は、“research guarantees” または “guaranteed economics for research” と呼ばれる。

の引受け案件において、発行会社からの指示に基づき、約 25 社の証券会社にアナリスト・レポートの発行を依頼し、総額 270 万ドルを支払ったとされる。それら証券会社が引受けシンジケート団のメンバーであることは開示されたが、モルガン・スタンレーから支払われた報酬がリサーチの対価であるということまでは開示されていなかったとされる。また、UBS ウォーバークのように、レポートの発行を依頼する側と依頼される側の両方で摘発されたケースもある。同社は、引受け主幹事からの依頼を受けてレポートを作成したが、引受け主幹事から対価を受け取っていることをレポートに記載しなかった。一方、自社が主幹事を務める引受け案件で、他社にリサーチを依頼して 28.3 万ドル支払ったがその事実を開示するように相手方に確認をとらなかったことも問題とされた。

## 2) 和解金

各社の和解金額は、包括的和解案から変更されていない。ソロモン・スミス・バーニー<sup>5</sup>に科せられた民事制裁金が、SEC の民事手続では過去最高額の 1.5 億ドルであったことが注目を集めた<sup>6</sup>。

和解金は、大きく分けて、制裁金等、独立系リサーチの費用、そして投資家教育の費用の三つで構成されている。制裁金等は 10 社合計で 8 億 7,500 万ドル（不当利得の吐き出し 3 億 8,750 万ドルと民事制裁金 4 億 8,750 万ドル）である<sup>7</sup>。メリルリンチがニューヨーク州司法当局に支払った 1 億ドルを除いた 7 億 7,500 万ドルを、半分は損害を被った投資者に分配するための基金（Distribution Fund）にあり、残りの半分は各州の規制当局に分配する<sup>8</sup>。分配基金の管理者は、SEC の推薦に基づき裁判所が指名する<sup>9</sup>。管理者は、指名を受けてから 6 ヶ月以内に分配計画を策定し、裁判所の承認を得た上で実行する。

その他の独立系リサーチ費用と投資家教育費用は、それぞれ、4 億 3,250 万ドルと 8,000 万ドルとなった。投資家教育費用のうち、5,250 万ドルは SEC、NYSE、NASD の投資家教

<sup>5</sup> 2003 年 4 月より社名がシティグループ・グローバル・マーケットに変更されているが、本稿では SSB で統一する

<sup>6</sup> 現在、SEC はワールドコム事件についてワールドコム（現 MCI）による 15 億ドルの民事制裁金の支払いを含む和解案を連邦地裁に提出している。（SEC, Litigation Release No. 18147, May 19, 2003.）

<sup>7</sup> 2002 年 12 月に発表された合計金額と異なるのは、ドイツ銀行が含まれていないためである。ドイツ銀行のアナリスト問題についてはカリフォルニア州規制当局が調査を進めていたが、ドイツ銀行が提出した書類に不備が見つかったため、現在も調査が続行している。

<sup>8</sup> 民事制裁金は各州の人口に応じて分配され、その用途は各州に委ねられている。たとえば、ノースカロライナ州では投資家教育基金に割り当てられ、ミシシッピ州では規制当局の調査担当官の採用費用にあてられる。メイン州やメリーランド州では州の一般予算に加えられて教育や医療などの公共サービスに用いられるという。（Testimony of Christine A. Bruenn, President, NASAA Before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, “Wall Street Analyst Conflicts of Interest Global Settlement,” May 7, 2003.）

<sup>9</sup> 分配基金については、2003 年 5 月 12 日に SEC が投資家向けに簡単な説明文書を発表している。

（SEC, “Questions and Answers Regarding the Distribution Funds in the Analysts Cases,” <http://www.sec.gov/news/press/globaldistqa.htm>） 分配基金は、メリルリンチ以外の証券会社 9 社にそれぞれ一つずつと、ヘンリー・プロジェクト用に一つ設定され、それらすべてを一人の管理者が管理する。ジャック・グラブマンが支払う制裁金は SSB の分配基金に加えられる。

育基金に振り分けられ、2,750 万ドルは州規制当局の投資家教育費用となる<sup>10</sup>。

図表 2 各社の和解金額 (単位：百万ドル)

会社名	民事制裁金	不当利得の吐き出し	独立系リサーチ	投資家教育	合計
ベア・スターンズ	25.0	25.0	25.0	5.0	80.0
CSFB	75.0	75.0	50.0	0.0	200.0
ゴールドマン・サックス	25.0	25.0	50.0	10.0	110.0
JP モルガン	25.0	25.0	25.0	5.0	80.0
リーマン・ブラザーズ	25.0	25.0	25.0	5.0	80.0
メリルリンチ	100.0	0.0	75.0	25.0	200.0
モルガン・スタンレー	25.0	25.0	75.0	0.0	125.0
パイパー・ジャフレー	12.5	12.5	7.5	0.0	32.5
SSB	150.0	150.0	75.0	25.0	400.0
UBS ウォーバーク	25.0	25.0	25.0	5.0	80.0
合計	487.5	387.5	432.5	80.0	1,387.5

(出所) SEC 発表資料

なお、証券会社 10 社は、民事制裁金に関して連邦または州に課税所得からの控除を要求しないことと、損害保険会社に補償を要求しないことで合意した。ドナルドソン SEC 委員長によれば、このように税控除や保険に関する文言を盛り込むのは初めてであるという。

それに対して、不当利得の吐き出しに関しては、規制当局は、連邦議会や内国歳入庁 (IRS) の従来からの判断に従って課税所得からの控除を認めることとした。また、独立系リサーチや投資家教育の費用については控除を認めないのは適当でないと判断したとされる。

一方、不当利得の吐き出し、独立系リサーチや投資家教育費用に対する保険の扱いについては裁判所の判断に委ねられる。

### 3) 各社に義務付けられる措置

和解に合意した 10 社には、組織改革、情報開示の強化、そして独立系リサーチの配布といった一連の対策を実施することが義務付けられる。株式調査部門と投資銀行部門のレポーティングラインや予算を分離するという厳しい内容となっている点が注目される。独立系リサーチの配布に関しては、2002 年末から特に新しい情報は加えられていない。

<sup>10</sup> 投資家教育費用として集められる 2,750 万ドルは、投資家保護トラスト (Investor Protection Trust) の投資家教育基金で管理される。IPT はウィスコンシンのチャリタブル・トラスト (慈善信託) で、高校における投資家教育など地方の投資家教育に取り組んでいる。投資家教育基金の資金は、地域社会における金融教育プログラムや資料作成、各種調査の実施のために補助金として公布される。(Testimony of Christine A. Bruenn, President, NASAA)

## (1) 組織改革

### ①分離

- ・ リサーチ部門と投資銀行部門を物理的に隔離する。レポーティング・ライン、法務・コンプライアンス担当者、予算を完全に分離する。
- ・ 証券会社の上級マネジメントは、投資銀行部門からの評価や投資銀行部門の収入を考慮せずにリサーチ部門の予算を決定する。
- ・ アナリストは投資銀行ビジネスの営業活動に関与してはならない(いわゆるピッチ活動やロードショーを含む)。

### ②報酬

- ・ アナリストの報酬は、直接または間接を問わず、投資銀行業務の収入や投資銀行部門の人員による評価に基づいて決定されてはならない。投資銀行部門の人員はアナリストのパフォーマンス評価に関与してはならない。
- ・ アナリストの報酬は主にリサーチの質と正確性に基づいて決定する。
- ・ アナリストの報酬に関する決定は文書化し、社内の独立した委員会がレビューを行う。

### ③調査対象の決定

- ・ リサーチ部門のマネジメントが個々の企業について調査開始の是非を判断し、投資銀行部門の人員は関与しない。

### ④社内方針・手続き

- ・ 投資銀行ビジネス獲得・維持のためにアナリストの調査内容が歪められることがないように適切な社内方針と手続きを設ける。
- ・ 投資銀行部門とリサーチ部門との間のファイアー・ウォールの作成・強化を実施する。

### ⑤レビュー

- ・ 組織改革の実施状況をレビューする独立の監督者を雇う。レビューは裁判所の判決から18ヶ月後に実施し、レビュー開始日から6ヶ月以内にSEC、NASD、NYSEに報告書を提出する。

## (2) 情報開示強化

- ・ アナリスト・レポートの1頁目に、投資家への警告メッセージを記載する。具体的には、レポートを発行している証券会社は調査対象となっている発行会社に証券取引等の勧誘を行っているため、当該レポートの客観性に影響を与えるような利益相反が存在する可能性があることを示し、あくまで投資判断材料の一つとしてレポートを参考するよう

に要請する。

- ・ 発行会社を調査対象から外す場合には、調査を終了する理由を説明したレポートを発行する。
- ・ 四半期に一度、ウェブサイトでアナリストのパフォーマンスを示すチャートを発表すること。アナリストの氏名、レーティング、目標株価、EPS 予想、およびレーティング・システムを紹介する。

### (3) 独立系リサーチの配布

- ・ 5年間、最低3社の独立系リサーチ会社と契約し、顧客にそのレポートを配布する。
- ・ 顧客の取引明細書、アナリスト・レポートの1頁目、そしてウェブサイトで、独立系リサーチの配布について案内する。
- ・ 外部のコンサルタントが独立系リサーチの配布について最終的な権限を有する形にする。コンサルタントは、年に一度、独立系リサーチの取得状況について規制当局に報告する。

## 4) IPO 銘柄のスピンングの防止措置

包括的和解に参加した10社のうち、CSFBとSSBの2社が、IPO銘柄のスピンング行為で摘発された。しかし、それ以外の8社も、そのような不正行為が発生しないようにするための社内方針や体制を整備することに自発的に同意した。すなわち、投資銀行業務の案件を獲得する目的で、米国企業または発行済株式の主たる取引市場が米国にある企業（株式売買高の50%以上が米国市場）のエグゼクティブ・オフィサーまたは取締役の証券口座に人気の高いIPO銘柄（流通市場での取引価格がIPO時の発行価格を上回る銘柄）を割り当てることを防止するための社内体制を整備するとしている。

投資銀行部門の人員がIPO銘柄の割り当てについての意思決定に関与することは禁止するが、発行体が自らの要望を書面に記している場合にその内容を伝達したり、個人と機関投資家の割合や地域ごとの割合など全般的な計画の話し合いに参加したりすることは認めるとしている。

この自発的合意は、合意日から6ヵ月後に発効し、発効日から5年またはスピンング行為を制限する規則の発効日のどちらか早い方に効力を失う。

## 2. 包括的和解に対する反応

2003年5月7日、連邦議会上院の銀行委員会では早速「包括的和解のインパクト」と題する公聴会が開催され、包括的和解の内容や効果について検討された。リチャード・シェ

ルビー委員長は冒頭のスピーチで「包括的和解がウォール街の慣行を変革し、証券アナリストの健全性を回復させ、投資家の信頼を再生させるかどうかについて検討する」との意気込みを示した。

シェルビー委員長が包括的和解について提示した問題点は、①和解金額の14億ドルはウォール街の証券会社に大きな影響を与える程の金額ではなく、将来の不正行為の抑止効果が期待できないことと、②包括的和解では投資銀行のCEOや役員個人の責任が問われていないことの2つである。①については、例えばシティグループの和解金は総額4億ドルで最も高いが、同社は1999年～2001年に投資銀行業務で105億ドルの収益を稼いでおり、制裁金は収益の4%にも満たないと指摘した。また、シェルビー委員長は、リサーチが投資銀行部門と同じ会社内に設置されており、かつ、独自に収益をあげることができない以上、利益相反問題は完全になくすることはできないとし、SECや自主規制機関が油断することなく証券会社を取り締まる必要があると指摘した。

これに対して、公聴会で証言したのは、ウィリアム・ドナルドソンSEC委員長やニューヨーク州のエリオット・スピッツァー司法長官など、実際に包括的和解に関与してきた当事者であった。

ドナルドソンSEC委員長は、包括的和解の和解金が民事手続では最も高い制裁金を含むことを強調する一方で、SECは引き続きアナリスト個人および監督者による行為・役割を調査すると説明した。また、民事制裁金の額よりも包括的和解に盛り込まれた組織改革の内容が重要であるとした。SECの今後の対応については、包括的和解の効果と各社の遵守状況を確認して必要な対策を講じる一方で、過去2年間にSEC、NASD、NYSEが実施してきた規則改正の内容をレビューし、規則の追加や調整の必要性を検討するとした。

スピッツァー州司法長官は、違法行為者個人に関する捜査は今後数ヶ月間で増える見込みであるとした。また、連邦議会と規制当局に対して、包括的和解の内容を他の金融機関にも適用することを要請していく姿勢を示した。

この他にも、ニューヨーク証券取引所リチャード・グラッソー会長、ロバート・グローバーNASD会長、NASAAのクリスティーン・ブリュエン代表が、包括的和解までの取り組みについて説明を行った。

### 3. 各社のこれまでの対応

今のところ、和解に参加している証券会社から、4月末の包括的和解を受けて何か具体的な行動を起こしたという発表は行われていない。もっとも、ウォール街の大手証券会社は、包括的和解が成立する以前からアナリストの中立性を確保する方法を模索してきた。

まず、2002年9月から投資評価の分布状況をバイ・ニュートラル・セルに相当する3段階で集計して開示することが自主規制機関の規則で義務付けられたことに伴い、レーティ



ング・システムを3段階に変更する企業が相次いだ。その際に、投資評価がマーケット全体との比較からセクター内での相対評価に切り替えられており、売り推奨の数を増やそうとする意識が伺えた。

それに加えて、社内体制を整備するために実施されている主なものとしては、リサーチ部門の投資銀行部門からの分離、リサーチの中立性を実現するためのオンブズマンやコンプライアンス担当者の任命、レーティング監視委員会の設置がある。

### 1) リサーチ部門の分離

2002年10月、シティグループは、ソロモン・スミス・バーニーの株式調査部門を切り離して個人投資家ブローカレッジ部門と統合させ、新ビジネスユニットの「スミス・バーニー」として独立させることを発表した。スミス・バーニーのCEOは、シティグループのワイル会長に直接レポートを行い、指名委員会や監査委員会のメンバーである取締役と定期的に接触してアナリストの中立性について話し合いを行うこととされる。このように株式調査部門を投資銀行部門から完全に分離させた会社は、現段階ではシティグループのみである。

### 2) 責任者等の設置

ゴールドマン・サックスは、2002年5月、アナリストの利益相反の事実を把握してCEOおよび監査委員会会長に報告する責任を負うオンブズマンを設置した。初代オンブズマンには、ニューヨーク連邦準備銀行総裁・CEOを務めた経験のあるコリガン氏を指名した。グローバル投資調査部門の人員が社内外からの圧力を受けた場合には、オンブズマンに報告する。また、独立取締役で構成される監査委員会が、リサーチの中立性を確保するための社内体制や手続が整っているか調査し、オンブズマンや投資リサーチ部門の責任者と定期的に連絡をとる。

メリルリンチでは2002年8月に調査部門のコンプライアンス担当者に新たに弁護士を採用し、CSFBでも2002年12月に元SEC法規執行局長のリンチ氏が調査部門および法務・コンプライアンスの責任者に指名されるなど、投資銀行はコンプライアンス体制の強化に力を入れている。また、USバンコープ・パイパー・ジャフレーでは、リサーチ監督委員会（Research Oversight Committee）を新設し、調査手続きの健全性や客観性、分析の精密さ、調査の開始や終了、および投資評価の変更について監督する体制を整えてきた。

### 3) 投資評価の監視

投資評価の中立性を担保するための監視機関を社内に設置する会社も多い。例えば、メ

リルリンチは、2002年8月に新設された投資推奨委員会（Research Recommendations Committee）の委員長に元アナリストのジェンコ氏を任命した。RRCは、アナリストの株式推奨が中立的であることを確認し、アナリストと投資銀行業務とのかかわりを監視する役割を担う。RRCの委員は、機関投資家営業部門、個人投資家部門、法務部、投資戦略部、調査部門の代表者で構成される。また、ゴールドマン・サックスでは、レーティングの分布状況や推奨銘柄リストの構成を監視するグローバル投資政策委員会（Global Investment Policy Committee）を設置した。それとは別に、アメリカ、欧州、日本、アジア太平洋の四つの地域には地域投資レビュー委員会（Regional Investment Review Committee）を設け、各地域の推奨銘柄リストに含まれる銘柄の追加やレーティングの変更について決定権限を与えている。CSFBやシティグループでもレーティングの監視機関を設置している。

#### 4. 今後の展望

包括的和解によって規制当局の統一的な対策が提示され、米国のアナリスト問題はひとまず大きな山を越えた感がある。もともと、SECは引き続き、アナリスト個人、その監督者、および投資銀行部門の人員に関する調査を進めており、今後、個人の責任が問われる可能性がある。また、SECが包括的和解の内容を規則化し、和解に参加していない証券会社にも包括的和解に含まれるような義務が波及する可能性も否定できない。

アナリストの中立性とは、アナリストが、株式の発行体の利益ではなく投資家の利益を優先し、株式の専門家として投資評価を行うことであるといえよう。包括的和解に参加している証券会社では、アナリストは、投資銀行部門の顧客の利益を優先することが求められていた。今回の包括的和解で、レポーティングラインやコンプライアンス担当者等が別になり、アナリストが投資銀行部門によって評価されなくなったことで、状況はいくぶん改善されると思われる。

今後の課題としては、調査部門の費用をどのように賄うのかという点が残る。証券会社の調査部門は、もともとブローカレッジ部門の顧客サービスの一環として整備された。ところが、株式売買委託手数料の自由化で手数料収入が減少し、ブローカレッジ部門の収入だけでは調査部門の費用を負担することが困難となり、投資銀行部門が費用を負担するようになったという経緯がある。今回の包括的和解では、調査部門の予算は投資銀行部門の収入等を考慮せずに決定することとされている。

今回の和解を機に、調査部門の位置付けそのものを見直し、アナリスト業務の縮小や撤退を検討するといった証券会社も現れる可能性がある。また、調査部門を現状のまま維持する場合には、投資銀行部門への関与を極力排除しながら、優秀なアナリストを確保できるような待遇を如何にして維持するかという難問に直面することになる。

（平松 那須加）