

アナリストの中立性問題をめぐる包括的和解案の発表

2002年12月20日、米国証券取引委員会（SEC）のピット委員長¹、ニューヨーク州のスπιツァー司法長官、北米証券監督者協会（NASAA）のブリュエン会長、全米証券業協会（NASD）のグローバー会長兼 CEO、ニューヨーク証券取引所（NYSE）のグラッソー会長、および州の規制当局が合同で、証券会社におけるアナリストの独立性問題と IPO 銘柄の不正な割り当て（スピニング）をめぐる、規制当局と証券会社 10 社との包括的な和解案（global settlement）を発表した²。同和解案は SEC に提出され、SEC の承認を得た時点で正式に成立することとなる。

1. 包括的和解案までの道のり

米国では、証券アナリストの利益相反問題について、2002年4月25日にピット SEC 委員長がニューヨーク州司法当局、NASAA、NASD、NYSE 等との合同捜査を開始すると発表して以来、規制当局と証券業界が話し合いを重ね、和解策が模索されてきた。その間、5月にはニューヨーク州司法当局がメリルリンチにおけるアナリストの利益相反を摘発して和解を成立させ、7月には NASD と NYSE の新規則が施行された³。その後、ニューヨーク州司法当局がシティグループ傘下の証券会社ソロモン・スミス・バーニーの元アナリストであるジャック・グラブマン氏の利益相反問題等をめぐって捜査を進める一方、マサチューセッツ州規制当局は CSFB のアナリストの利益相反問題を摘発してきた。

今回の和解案は、アナリストの中立性問題に加え、IPO 銘柄をめぐるスピニング行為についても言及している。スピニングとは、証券会社が、自社が主幹事を務める IPO 銘柄を投資銀行部門の顧客の幹部職員に優先的に割り当てる見返りに、証券発行の引受業務や M&A のアドバイザー業務で幹事に指名してもらう行為のことをいう。こうした行為は、連邦議会下院がワールドコム社の不正会計疑惑を追及する中で、ソロモン・スミス・バーニーが投資銀行ビジネスで幹事に指名してもらう目的でワールドコム社の幹部に IPO 銘柄を優先的に割り当てていたのではないかという疑惑が浮上したことか

¹ ハーベイ・ピット氏は2002年11月に辞意を表明しており、大統領は後任にニューヨーク証券取引所前会長のドナルドソン氏を指名しているが、まだ正式な就任には至っていない。

² “SEC, NY Attorney General, NASD, NASAA, NYSE and State Regulators Announce Historic Agreement to Reform Investment Practices.” Dec. 20, 2002.

³ 詳細は、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」『資本市場クォータリー』2002年夏号を参照。

ら、注目されるようになった。シティグループが提出した書類から、IPO 銘柄がシティグループ幹部に割り当てられていた事実、そしてそれと同時期に投資銀行ビジネスの案件を受注していたことが判明している⁴。米国でスピニングという行為そのものを禁止する規則は存在していなかったが、NASD が 2002 年 8 月 21 日にスピニング行為を禁止する規則案を提案しており⁵、SEC も IPO 銘柄の割り当てについて証券業界の実態を調査するよう NASD と NYSE に要請し、新規則の制定を含めた対応を検討する必要性を指摘していた⁶。

今回発表された包括的な和解案は、その名の通り、以上のような自主規制機関、州政府、連邦政府におけるそれぞれの取り組みを包括し、証券会社の利益相反に対する米国規制当局の統一した解決策を確立することを目指している。

2. 和解案のポイント

12 月 20 日の発表は和解案の概要を示すに留まっており、詳細については今後発表される見通しである。ここでは、現時点で明らかになっている範囲で、規制当局と証券会社との和解案の概要を紹介する。

1) アナリストと投資銀行部門との隔離

証券会社との和解には、アナリストの報酬を投資銀行部門の業績に連動させない、アナリストが投資銀行部門の人員の営業（ピッチ）活動や発行会社のロードショーに同行することを禁止するといった措置が盛り込まれる。

2002 年 7 月に施行された NYSE と NASD の規則は、アナリストの報酬が投資銀行部門の個別の案件に連動することは禁止したが、部門全体への各アナリストの貢献を考慮することまでは禁止していなかった。しかし、合同捜査が進められる中で、10 月、NYSE と NASD はアナリストに対する規則を強化する意向を発表していた。そこでは、投資銀行ビジネス全体への貢献をアナリストの報酬に反映させないことや、ピッチ・ミーティングへのアナリストの参加を禁止する方針が既に提案されており、今回の包括的な和解案にもそれらの提案が反映された模様である。

2) IPO 銘柄のスピニングの完全禁止

⁴ 詳しくは淵田康之・大崎貞和編『検証 アメリカの資本市場改革』135～140 頁

⁵ NASD. Notice to Members 02-55, “Request for Comment on Proposed New Rule 2712(IPO Allocations and Distributions) and on an Amendment to Rule 2710(Corporate Financing Rule).” Aug. 21,2002.

⁶ SEC Press Release No. 2002-127, “Chairman Pitt Seeks Review of Initial Public Offering Process.” Aug. 22,2002.

投資銀行ビジネスの発注に影響を与え得る会社の幹部に対して、証券会社が IPO 銘柄を割り当てることが明確に禁止される。

3) 独立系リサーチの供給

証券会社は、和解の成立から 5 年間、3 つ以上の独立系調査会社と契約を結び、自社の顧客にそれら調査会社のレポートを提供することが新たに義務付けられる。規制当局が証券会社ごとに独立の監督者 (monitor) を任命し、独立系機関のリサーチの提供について最終的な権限を委ねられるとのことである。なお、監督者を設置するのは、証券会社から独立系調査会社に調査内容を変更するよう圧力がかけられるのを防止するためだと考えられる。

4) アナリストの投資評価の公表

証券会社は、自社のアナリストがつけたレーティングおよび目標株価を一般に公表することが義務付けられる。この点について、合同プレスリリースでは、アナリストのパフォーマンスを評価し、比較することを可能にするためという簡潔な説明が付されている。もともと、米国では TV の金融番組や情報ベンダー等を通じて個人投資家が証券会社のアナリストの投資評価に触れる機会が多かったとはいえ、証券会社にアナリストの調査内容を公開させるというのは、今までにない試みである。

5) 和解金の支払い

和解金の金額をめぐって規制当局と業界側の交渉が続いていると報道されてきたが、最終的に、10 社で総額 14 億ドルを支払うことで合意が成立した (図表)。その内訳は、投資家への損害賠償費用に 9 億ドル、独立系リサーチ費用に 4.5 億ドル、そして投資家教育費用に 8,500 万ドルと発表されている。

各社の和解金額の根拠は、特に公表されていない。金額が最も高いのは、アナリストの利益相反問題やスピニングで問題とされているソロモン・スミス・バーニーで、総額 4 億ドル。次いで、同じくアナリストの利益相反の可能性が指摘されているクレディ・スイス・ファースト・ボストンと、5 月にニューヨーク州司法当局と和解したメリルリンチ (ニューヨーク州等との和解金を含む) が 2 億ドルとなっている。ベア・スターンズ、ドイツ銀行、JP モルガン・チェース、リーマン・ブラザーズ、UBS ウォーバークは、8,000 万ドルの支払いで合意している。

図表 和解金の一覧表

(単位：100 万ドル)

会社名	損害賠償	独立系 リサーチ	投資家教育	合計
ベア・スターンズ	50	25	5	80
クレディ・スイス・ファースト・ボストン	150	50	0	200
ドイツ銀行	50	25	5	80
ゴールドマン・サックス	50	50	10	110
JP モルガン・チェース	50	25	5	80
リーマン・ブラザーズ	50	25	5	80
メリルリンチ	100	75	25	200
モルガン・スタンレー	50	75	0	125
ソロモン・スミス・バーニー	300	75	25	400
UBS ウォーバーク	50	25	5	80
合計	900	450	85	1,435

(注) メリルリンチの損害賠償 1 億ドルは、2002 年 5 月にニューヨーク州司法当局と合意した和解金。
(出所) SEC、NY 州司法当局、NASAA、NASD、NYSE のプレスリリースより野村総合研究所作成

3. 発表が待たれる和解の詳細

SEC の発表⁷によれば、和解が正式に成立した段階で、SEC 等の合同調査で明らかとなった不正行為の内容、および証券会社に求められる措置の詳細が発表される見通しである。ニューヨーク州のスピッツァー司法長官は、この包括的な合意を、「ウォール街の在り方を永久に変え」、「小規模投資家を保護し市場の健全性を回復するという目的」を実現する内容であると評している。

証券会社が懸念していた、株式調査機能を分離して別会社にすることの義務付けにまでは至らなかったが、この和解案が全面的に実施されれば、アナリストが投資銀行部門の営業上の戦力として活躍することは難しくなる。また、アナリストのレーティングを一般に公表することが義務付けられるということもあって、今後、証券会社のビジネス上、アナリストがどのように位置付けられるのかが注目される。

(平松 那須加)

⁷ Stephen M. Cutler. "Statement at the Announcement of Agreement in Principle on Research Analyst Issues." December 20, 2002.