

証券アナリストの職業倫理を高めるために

2002年4月

社団法人 日本証券アナリスト協会

証券アナリストの職業倫理を高めるために

————— 社団法人 日本証券アナリスト協会 —————

- . はじめに
- . 個人会員へのメッセージ
 1. 調査レポートの正確性・客観性および公正性の確保
 2. 株価レーティングに関する問題
 3. 投資銀行部門との関係
 4. 証券アナリストの個人的投資
 5. 未公開の重要な情報を発行会社から入手した場合の対応について
- . 法人会員への要望
- . 個人投資家への情報提供と証券アナリストの業務
- . 会員の職業倫理を高めるための体制の整備について

． はじめに

近年、わが国では間接金融から直接金融へのシフトという大きな流れが定着しつつある中で、専門的な分析能力を用いて投資価値判断を行う証券アナリストに対する社会の期待と需要が高まっており、当協会の会員数も増加を続け、またその活動範囲も広がってきている。その一方で2000年から2001年にかけて海外でも、また国内でも証券アナリストを巡って様々な動きが出ている。2000年10月、米国ではSECが証券アナリストをはじめとする投資専門家と一般投資家に公平に企業の情報が提供されるようにすることを目指して、レギュレーションFDを施行した。また、2001年夏、米国では投資家、マスメディア、議会、SECなどの関係者による証券アナリスト批判の動きが強まり、これに対応してSIA（証券業協会）や証券アナリストの団体であるAIMR等の関係団体に対応策を打ち出している。なお、証券監督者の国際機構であるIOSCOも証券アナリストの問題を検討するプロジェクトチームを発足させている。

米国とわが国では証券アナリストの業務およびそれを巡る状況が同一というわけではなく、米国での状況がそのままわが国に当てはまるわけではない。しかしながら、資本市場のグローバル化に伴い、世界の資本市場が同質性を高めつつあることを考えると、米国の動きを対岸の火事とみることはできない。わが国においても米国の動きなどをきっかけにマスメディアを含む多くの関係者が証券アナリストの問題を取り上げるようになっており、その中には批判的論調も見られる。これは職業的専門家としての証券アナリストに対する社会的認知度が高まったことに比例して、その業務に対する投資家をはじめとする社会の要請が厳しさを増していることも反映していると見られる。証券アナリストとして、このような状況を踏まえ職業倫理のあり方につきあらためて深く考えていく必要があると言えよう。

以上の状況を考慮し、当協会は、2001年の夏以来、今後の証券アナリストの職業倫理のあり方について検討を行ってきた。この間、証券アナリストの業務とそれを巡る環境を調査するため、個人会員へのアンケートならびに多数の証券会社、運用会社および事業会社などからのヒアリングを行った。この結果も参考にしながら検討を進め、別添のように当協会としての見解をまとめた。なお、本ペーパーでは、一部の問題を除き、主としてセル・サイドの証券アナリストに係る問題を検討しているが、今後必要に応じバイ・サイドの証券アナリストに係る問題についても、当協会として検討を行っていくこととしたい。

当協会の検討と時期を同じくして、日本証券業協会においても証券会社における調査部門のあり方を検討するためのワーキンググループが設置され検討が行われて

きたが、その結果を踏まえ平成14年1月25日に理事会決議（アナリスト・レポートの取扱い等について）が行われた。これは当協会としても高く評価するところであり、本ペーパーでもその決議の内容について適宜言及した。

本ペーパーが証券アナリストの職業倫理の向上につながり、証券アナリストが資本市場における重要な担い手としてさらに専門職能を発揮していくことに資することができれば幸いである。

． 個人会員へのメッセージ

1. 調査レポートの正確性、客観性および公正性の確保

- (1) 証券アナリストの作成するレポートは、正確であるとともに、公正かつ客観的なものでなければならないことは言うまでもない。すなわち、レポートの作成に当たっては、まず基本的な前提として、分析の基礎となるデータが正確であり、その出所も明確でなければならない。さらに分析の方法が合理的であり、また結論に至る過程の論理が明晰でなければならない。また、レポートの表現が誤解を与えるものであってはならない。
- (2) 昨年の夏、数値に誤りのあるアナリスト・レポート（作成者は当協会の会員ではない。）を投資家に配布した証券会社に対し金融庁による行政処分が行われるということがあった。このケースでは、レポート作成の最も基本的な部分であるデータ作成そのものにミスがあったということであり、証券アナリスト全般の信用にも係わりかねない遺憾なできごとであった。数値の誤りは、発行会社等により直ちに明らかになるものであり、レポート全体の信頼性が失われることになる。このようなケースが繰り返されないよう、会員がまずは正確なレポートの作成に細心の注意を払うことが望まれる。
- (3) 証券アナリストは、単に誤りがなく形式的な論理構成が整っているレポートにとどまることなく、客観的なレポートの作成を目指さなければならない。レポートの作成に当たっては、自らになんらかのバイアスがないか、発行会社や社内の他部門との関係で影響を受けていることがないかを十分に内省する必要がある。
- (4) また、証券アナリストは、発行会社に係る情報にできるだけ深い分析を加え、質の高いレポートの作成を目指すべきである。一昨年の米国における

レギュレーション FD の制定以来、わが国においても発行会社は、一般投資家への情報提供を充実し始めており、その傾向は今後益々強まるものと思われる。また、機関投資家の多くがバイ・サイドの証券アナリストの増強に努め、セル・サイドのレポートを厳しく評価するようになっている。このような状況の下では、会社から入手した情報をそのまま伝えるだけというようなことがあれば、投資に関する専門家として全く評価されないことになる。発行会社からも一部の証券アナリストのレポートは当該会社が提供した情報についての分析が十分ではないとの指摘がある。会員には、発行会社からの情報に深い洞察を行って付加価値の高いレポートを作成する努力が今後一層望まれる。

- (5) 適正なアナリスト・レポートの作成が確保されるためには、所属会社におけるチェック体制が確立されることも必要である。日本証券業協会の理事会決議^(注2)はアナリスト・レポートの社内審査体制の整備について規定しており、今後各社において体制の整備が進められることになる。これは歓迎すべきことであるが、会員はまずは自らのレポート作成作業が職業行為基準^(注1)にのっとって適正に行われるよう自己点検に努めることが望まれる。

(注1) 証券アナリスト職業行為基準 3.(1)イ.は、投資情報の提供、投資推奨を行う場合には綿密な調査・分析に基づく合理的かつ十分な根拠をもたなければならない、とするとともに、事実と意見を明確に区別すべきこと、重要な事実についてすべて正確に表示すること、投資成果を保証するような表現を用いないことを求めている。

(注2) 日本証券業協会理事会決議(アナリスト・レポートの取扱い等について) 4では、要旨以下のような点を規定している。(以下、「会員」とは日本証券業協会の会員である証券会社のことをいう)

(1) 会員は、アナリスト・レポートに関する指針を策定する等により、アナリスト・レポートの表示内容及び評価が適正かつ合理的なものとなるよう努めるものとする。

(2) 会員は、アナリスト・レポートを使用しようとするときは、アナリスト・レポートの審査を行う担当者(以下「審査担当者」という。)を定め、審査させなければならない。

(3) 審査担当者は、アナリスト・レポートの審査を行うに当たっては、特に次の事項に留意しなければならない。

略

アナリスト・レポートにおける表示内容及び評価が、社内の指針等に照らし、適正かつ合理的なものであること

2. 株価レーティングに関する問題

- (1) 米国における証券アナリスト批判の過程で一つの論点になったのが、株価レーティングのあり方である。問題点としてあげられた点はいくつかあるが、焦点は買い推奨に比し、売り推奨が少ないという批判であった。今回の調査によれば、わが国においても、米国で言われたほど極端ではないが、売り推奨が相対的に少ないという点は調査先の多くが認めている。この点に関し、当協会としては以下のように考えている。
- (2) 証券アナリストは、日頃投資対象の選定を最も意識しているので、将来にわたって株価成長が期待される銘柄を探しており、したがってそのような会社にまず注目する。また、証券アナリストのメッセージを受け取る投資家の側においても、買いの情報に注意を払う者に比し、売りの情報を注視するものは相対的に少ない。これは買いの情報はすべての投資家にとって意味のあるものであるのに対し、売りの情報は既にその売り推奨銘柄を保有している者と空売りを考えている者を対象としているからである。実際、これまでわが国の機関投資家の運用戦略においては買いを基本とし、売りから入る者が少なかった。こういった点を考えると、これまで、買い推奨の数が相対的に多かったことには相応の理由があったと言えよう。
- (3) しかしながら、現在多くの証券会社によりトピックス等のインデックスに対する相対評価が採用されていることを考えると、相場全体の動向にかかわらず、売り推奨銘柄は常に存在するはずである。したがって、売り推奨の割合が極端に小さい事態が生ずれば、株価レーティングに対する信頼性が疑われることになりかねない。会員には、必要な場合は積極的に売りレーティングを付ける努力が望まれる。発行会社への配慮から、本来売りレーティングを付けるべきであるのに保持のレーティングとするようなことで、売り推奨が少ない結果となるようなことがあってはならない。
- (4) 多くの機関投資家から要望されているのが、株価レーティングの継続的なフォローである。すなわち、ひとたびレーティングを付けた銘柄については、継続的に当該発行会社の状況をフォローし、事情の変更があったときは適時、適切にレーティングを変更して欲しいということである。様々な理由から、事情の変更にもかかわらず、レーティングの引き下げを逡巡したり、正当な理由がなく当該会社のレーティングを止めてしまうというようなことがないようにしなければならない。

また、レーティングの定義は、すべてのアナリスト・レポートにおいて明確に記載される必要がある。

- (5) 投資家はレーティングの変化には強い関心を示しており、実際にレーティングの変化により、マーケット・インパクトを生じることが多い。それだけに、レーティングの変化についての情報伝達には公平性の観点から細心の注意が必要である。これには証券会社における社内体制の整備も必要であるが、個々の証券アナリスト自身も顧客間の不公平を生じないよう十分な注意が必要である。

(注1) 会員は、株価レーティングを付すに当たって、またその伝達について以下の証券アナリスト職業行為基準の規定を十分に念頭に置かなければならない。

基準3.(1)イ.(イ)「会員は、...投資推奨を...行う場合には、...綿密な調査・分析に基づく合理的かつ十分な根拠をもつこと」

基準8.(1)「会員は、証券分析業務を行う場合には、すべての顧客を公平に取り扱うようにしなければならない。」

同上(3)「会員は、証券分析業務を行う場合には、証券の発行者等との関係において、独立性と客観性を保持するよう注意し、公正な判断を下さなければならない。」

(注2) 日本証券業協会理事会決議は、株価レーティングを含むアナリスト・レポートの重要情報の管理について要旨以下のように規定している。

5.(1)会員は、次に掲げる情報(以下「重要情報」という。)について、適正な管理の徹底に努めなければならない。

略

発表前のアナリスト・レポートの内容等であって投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすと考えられるもの

(2)略

6.(1)会員は、会員の行う自己取引について、重要情報を利用して取引が行われることのないよう適正な管理の徹底に努めなければならない。また、会員は、自社の役職員が、重要情報を利用して、一部の顧客への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。

(2)会員は、発表直後のアナリスト・レポートの内容を利用して行う会員の自己取引について、会員の自己の利益が顧客の利益に優先することのないよう努めなければならない。

3. 投資銀行部門との関係

- (1) 米国における証券アナリスト批判の大きな論点は、証券アナリストの調査が引受部門など投資銀行部門(以下、「投資銀行部門」という。)の業務に

影響されているのではないかという点であった。今回の調査によれば、日本においては、これまでのところ米国ほど深く証券アナリストが投資銀行部門の業務に関与してはいない。しかし、委託売買手数料の自由化などによりブローカレッジ部門の競争が激化している中で、証券会社における投資銀行部門の業務は、わが国においても重要性を増しつつある。その過程で、会員が様々な形で投資銀行部門の業務への関与を求められる事例は増加していくと思われる。証券アナリストとして蓄積した専門的能力を有効に活用するため、会員が投資銀行部門の要員として配属されその業務に貢献すること自体には何の問題もない。

しかし、会員が調査部門に在籍したまま投資銀行部門の業務に関与する場合には、その関与が証券分析業務の独立性・客観性に影響を与えないよう十分な注意をしなければならない。^(注1) 発行会社の資金調達や M&A 等を担当する投資銀行部門と投資家のために投資情報の提供・投資推奨を行う調査部門との間には常に利益相反の危険性があるからである。

- (2) 投資銀行部門との関係で、証券分析業務の独立性・客観性が阻害されないようにするためには、何よりも証券会社の経営者、管理者が業務の体制および運営について適切な配慮を行い、会員を利益相反が生ずるような状況に置かないようにすることが要請される。このたび制定された日本証券業協会の理事会決議は、そのために必要な措置について規定している。^(注2) 法人会員をはじめとする各証券会社が決議に従い適切な措置を取られるよう強く要望したい。
- (3) しかしながら、同時に個人会員自身も、調査部門に在籍して投資銀行部門の業務に従事する場合には、利益相反の可能性があり、つき十分な注意を払う必要がある。投資銀行部門の案件になんらかの形で関与した場合、その案件が成功することを望むのは当然の感情であるが、そのことにより証券分析業務が影響を受け、発行会社寄りの内容になったり、外部から発行会社寄りと見られるような事態が生ずれば、証券アナリストの自己否定になる。調査部門の証券アナリストの評価は市場すなわち投資家によってなされるべきであるという原則をあらためて確認することが望まれる。
- (4) 近年、証券アナリストが企業調査の過程において、経営トップなど発行会社の幹部とコミュニケーションを行う機会が増大している。これは歓迎すべきことであるが、証券アナリストは本来投資家のために証券分析業務を行っているという立場からすれば、発行会社との間には常に良い意味での緊張関係がなければならず、いやしくも癒着と見られるようなことがないように十分注意しなければならない。また、経営者とのコミュニケーション

ンの過程で、その会社の経営戦略などについて議論する場合には、第三者としての客観的な企業評価ができなくなったり、インサイダー情報に接する立場に自らを置かないよう十分な注意が必要である。

(注1) 証券アナリスト職業行為基準 8.(3)は、「会員は、証券分析業務を行う場合には、証券の発行者等との関係において、独立性と客観性を保持するよう注意し、公正な判断を下さなければならぬ。」と規定している。「証券の発行者等」とあるのは、発行会社のみならず、発行者のために行動する関係者、例えば社内の投資銀行部門を含む趣旨である。

(注2) 日本証券業協会理事会決議は、要旨次のように規定している。

3 会員は、アナリスト・レポートに係る社内審査、情報の管理、アナリストの意見の独立性の確保及びアナリストの証券取引等に関し、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、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。

7 (1) 会員は、アナリストがアナリスト・レポートを執筆するに当たり、会員の引受部門、投資銀行部門、法人部門、営業部門等からの不当な干渉及び介入を受ける等、アナリストの意見の独立性が阻害されることのないよう指導・監督しなければならない。

(2) 会員は、アナリストが特定の顧客の利益を考慮して、自らの独立した意見と異なる内容の表示を行うことのないよう指導・監督しなければならない。

8 会員は、引受部門、投資銀行部門、法人部門、営業部門等の役職員が、当該部門の顧客又は見込み顧客に対し、当該顧客に関するアナリスト・レポートにおいて一定の表示又は評価を行うことを約束し又は申し出ることのないよう指導・監督しなければならない。

4. 証券アナリストの個人的投資

(1) セル・サイドの証券アナリストの個人的投資

米国での論点の一つが、セル・サイドアナリストの個人的投資の問題であった。買い推奨を行った証券アナリストが、その推奨の対象となった証券を売ったというようなケース、IPO 銘柄を公開前に取得し、レポートにおいて推奨し、自らが利益を挙げたというようなケースが伝えられ、証券アナリスト批判の大きな要因となった。このようなことから SIA(証券業協会)が打ち出した Best Practices for Research は、証券アナリスト自身やその家族が担当証券を所有する場合にはその事実を開示すべきものとし、

NASD（全米証券業協会）も、証券アナリストがその投資推奨の対象とする証券に関して有する金銭的利害を開示することを求めるレギュレーション改正案を提案した。また、いくつかの有力証券会社が、その役職員である証券アナリストが担当する証券への個人的投資を禁止する措置を打ち出した。AIMRも、証券会社がその役職員である証券アナリストの個人的投資に関する社内管理および保有の開示を強調する考え方を示している。

当協会の現行証券アナリスト職業行為基準は、担当証券の個人的投資の是非については触れていない。また、担当証券の保有は原則として基準 6 . 利益相反の開示等(1)により、顧客に開示が要請される事項としつつも、基準の解釈（証券アナリスト職業行為基準実務ハンドブック）は、会員が所属する会社において担当証券の保有に関する社内ルールおよびその実効性を担保するためのチェック体制が十分に厳格である場合には開示を要しないとの立場を取っている。これは、外国に比し、わが国では証券会社が役職員の個人的な証券投資に対し厳格な立場を取ってきたことを考慮したものである。

本件についての当協会の考え方は、以下のとおりである。

顧客に対し投資推奨や投資情報の提供（以下、「投資推奨等」という。）を行う証券アナリストの担当証券への個人的投資については、様々な考え方がある。前述のとおり、伝統的にわが国の多くの証券会社は、役職員の証券投資に対して厳しい考え方を取ってきており、投資推奨等の業務を行う証券アナリストについても担当証券への個人的投資を認めないとの社内ルールを定めているところが多い。これに対し、米国においては、従来は担当の証券に対しても投資する権利は認められるべきであるとの考え方が強かった。日本でも一部の証券会社や会員の間で同様の考え方を取っているところもある。

このように異なる見解があることは承知しているが、当協会としては、証券分析業務の客観性・公正性に関する投資家の信頼を確保するという観点からすると、顧客に対し投資推奨等の業務に従事する会員が担当証券への個人的投資を行うことは、原則として望ましくないと考えている。その理由は次のとおりである。

- イ．自分が買い推奨した証券のうち、特定の証券にのみ投資を行った場合は、その証券については投資家が知らされない情報があるのではないかとの疑念を招きかねない。
- ロ．なんらかの個人的事情により、担当している証券をやむをえず売っ

た場合でも、その後悪材料が出たときには当該証券アナリストが事前にそれを知っていたのではないかとの疑いを招く恐れがある。この場合、知らなかったという証明を行うことは極めて難しい。

いくつかの条件を付せば、問題を起こさずに個人的な投資を行うことも可能という意見もあるが、担当証券への個人的投資に対する姿勢は、証券アナリストの客観性・公正性を最も象徴的に、かつ、分かりやすく示すものであることを考えると、「李下に冠を正さず」とすることが望ましいと考える。米国でも、本件に対する考え方は変化しつつあり、有力証券会社に担当証券への投資を禁止するところが出てきていることは前述のとおりである。しかし一方で、担当銘柄に対する投資の禁止は、証券アナリストの財産形成に対する過剰な制限であるとの意見が米国ではまだ根強く残っており、わが国でも一部にそのような考えに同調する意見があることも事実である。その点を考慮すると、現時点で会員による担当証券の保有を一挙に禁止するというのも性急であると考えられる。

以上の点を総合的に考慮した結果、当協会としては、顧客に対し投資推奨等に従事する会員については、次のような方向で職業行為基準の一部を改正することが適当と考えている。

- イ． 証券分析業務のうち顧客に対する投資推奨等に従事する会員は原則として担当する証券の実質的保有をすべきでない旨を規定し、基本的な考え方を示す。
- ロ． ただし、証券分析業務の客観性・公平性を阻害しないと合理的に判断される形で実質的保有が行われる場合には、イ．の適用はないこととする。
- ハ． ロ．の規定により会員が担当証券の実質的保有を行う場合には、保有の事実を開示するものとする。

上記の趣旨は、担当証券については、今後、会員自らの意思により、あるいは証券会社の判断により、個人的投資を行わない方向に進むことを期待するが、一挙にこれを求めることはせず、合理的に考えて証券分析業務の客観性・公正性を損なわない形であって、かつ保有の事実が開示される場合は禁止しないということである。どのような条件を満たせば客観性・公正性が損なわれないかについて、当協会としては、短期の売買を目的としないこと、投資推奨等の方向と整合性があることが必要と考えている。

また、担当証券につき会員が個人的取引を行う場合には、投資推奨等を行う前に、あるいは投資家はその投資推奨等を考慮するために必要な時間が経過する前は取引を行わないこと（いわゆるリサーチ・フロントランニングの防止）が求められる。これは、現行の職業行為基準 6.(2)の解釈で会員が行ってはならない行為としてカバーされているが、さらにその趣旨を明確にする趣旨から、現行基準の一部を改正し、次のような規定を置くこととしたいと考えている。同様の規定は、ICIA の「国際倫理綱領および職業行為基準」にも盛り込まれている。

「投資推奨等の業務に従事する会員は、投資推奨等を行う場合には、自己が実質的保有をしまたはそれが見込まれる証券の取引に優先して、顧客が当該投資推奨等に基づいて取引を行うことができるよう、十分な機会を与えなければならない。」

日本証券業協会の理事会決議における個人的投資の取扱い

日本証券業協会の理事会決議 10(1)は、証券会社が、証券アナリスト個人の有価証券の売買等又は保有に関し、証券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旨を規定している。^(注)また、いわゆるリサーチ・フロントランニングに関しても、これを行ってはならない旨の規定を置いている。

(注) 日本証券業協会理事会決議は、要旨次のように規定している。

10(1) 会員は、アナリスト個人の有価証券の売買等又は保有に関し、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。

(2) 会員は、会員の役職員が、アナリスト・レポートの作成・審査に当たり入手した重要情報を利用して役職員個人の有価証券の売買等を行わないよう努めなければならない。

(なお、上記にある重要情報とは決議 5(1)に規定する情報であり、以下のものを指すことになっている。)

アナリストがレポートを執筆するに際し、アナリストが担当している会社及び社内の他の部門等から入手した情報、...であって次に掲げるもの

イ 法人関係情報（以下略）

ロ イ以外の未公表の情報であって投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすと考えられるもの

発表前のアナリスト・レポートの内容等であって投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすと考えられるもの

(2) バイ・サイドの会員の個人的投資

バイ・サイドのリサーチ・アナリストおよびファンド・マネジャーについても個人的な投資によって投資管理の客観性や公正性が損なわれないようにしなければならないことは当然である。バイ・サイドの会員の個人的投資において最も問題になりうるのは、いわゆるフロントランニング的行為であるが、これについては、セル・サイドの会員についてと同様に現行基準 6.(2)の規定の解釈により、会員が行ってはならない行為としてカバーされている。しかし、当協会としては、その趣旨をより明確にする観点から今回職業行為基準の一部を改正し、次のような規定を置くことが適当と考えている。

「投資管理業務に従事する会員は、自己が実質的保有をしまたはそれが見込まれる証券の取引が、自己の関与する運用財産において行う取引の利益を損なうことがないように、当該運用財産のための取引を自己の取引に優先させなければならない。」

5. 未公開の重要な情報を発行会社から入手した場合の対応について

(1) 近年、企業における IR 活動が積極的に行われるようになったことに伴い、証券アナリストが経営者をはじめとする企業幹部とコミュニケーションを持つ機会が増大している。これは歓迎すべき進展であるが、同時に証券アナリストが未公開の重要な情報に接する可能性も増している。未公開の重要な情報を知らされた場合、会員は、職業行為基準 7.(1)および(2)により、これを証券分析業務に利用することも他の者に伝達することも禁止されている。これにより、当該証券アナリストは非常に難しい立場に置かれることになる。實際上、その発行会社に関するレポートは書くことが困難になるのみならず、証券取引法に規定するインサイダー取引規制との関係でもリスクを負うことになる。したがって、このような場合には発行会社が当該情報をできるだけ早く公表することが望ましい。また、投資家の利益という観点からもその方が望ましいと言えよう。

(2) そこで、当協会としては、未公開の重要な情報に関する職業行為基準の現行の規定に加え、次の規定を置くことが適当と考えている。

「会員は、証券の発行者に係る未公開の重要な情報を発行者から直接入手した場合において、その発行者が当該情報を公表することが適当と判断されるときは、発行者に対しその公表を働きかけるよう努めるものとする。」

ここで、「発行者から直接入手した場合」としたのは、二次以降の情報受領者については、實際上発行者への働きかけが困難であると思われるからである。また、「当該情報を公表することが適当と判断される時」としたのは、職業行為基準上の重要な情報の概念が証券取引法第166条2項に規定する重要事実より広いものとなっており、重要な情報に該当しても公表することが困難なものがありうることを考慮したものである。

． 法人会員への要望

- 1 . 証券アナリストが客観的かつ公正な証券分析業務を行っていくためには、個人会員自身が職業行為基準を理解し、実践していくことがまず必要であるが、会員の所属する会社その他の法人において、そのための環境の整備が行われることが是非必要である。現行職業行為基準総則2.(5)は、法人会員等が本基準を尊重し、構成員である会員が職業行為基準などに違反することのないよう必要な指導を行うよう求めているが、当協会としては、本総則を一部改正し、法人会員等は、現行職業行為基準による指導に加え、個人会員による証券分析業務の独立性および客観性が確保されるよう努めなければならないとの趣旨を規定することが適当と考えている。
- 2 . このたび、日本証券業協会が、アナリスト・レポートに係る社内審査、情報の管理、証券アナリストの独立性の確保および証券アナリスト等の証券取引等に関し、証券会社の遵守すべき事項を理事会決議として採択されたことは、当協会として高く評価するものである。法人会員をはじめ当協会の個人会員を構成員として有する各社がこの理事会決議にのっとり体制の整備を進められることを強く期待したい。
- 3 . とりわけ、投資銀行部門等社内の他の部門との関係や発行会社との関係で、証券アナリストが独立性、客観性を維持して業務を行っていくためには、経営トップをはじめとする管理者の理解と支援が不可欠である。また、証券アナリストの評価や報酬の体系によってリサーチの客観性・公正性および独立性が影響を受けないように配慮されることを望みたい。そのような観点からは、調査部門の証券アナリストの報酬が他部門の具体的取引からの収入に直接にリンクするような方式は望ましくないと考えられる。

また、各種のアナリスト・ランキングが証券アナリストに対する機関投資家の評価を示すものとして、証券アナリスト評価の要素として考慮される場合

にも、これを過度に重視することは避けることが望まれる。証券アナリストの評価は、投資推奨の実績、アナリスト・レポートの質を含むできるだけ幅広い観点から行われることが望ましいと考える。

- 4 . 証券アナリストが投資社会において重要な役割を果たすようになったことは、歓迎すべきことである。ただ、役割が重要性を増したことにより、証券アナリストが日々の業務に過度に多忙となり、アウトプットばかりを追い、インプットの時間がないというようなことのないように望みたい。経済のグローバル化や会計基準、法制度の変更などにより投資環境は年々複雑化しており、また証券分析業務の技法も高度化しつつある。証券アナリストが投資の専門家としての存在理由を主張するためには、変化する状況を的確にフォローすることが不可欠である。当協会も会員の継続教育にこれまで以上に力を入れていく方針であるが、所属会社等においても証券アナリストの能力の維持、向上に十分な配慮をお願いしたい。

・ 個人投資家への投資情報の提供と証券アナリストの業務

- 1 . 米国では、これまで証券アナリストの主たる顧客は機関投資家であった。しかし、1990年代の米国の株式ブームの過程で多数の個人投資家が株式市場に参入し、様々な形で証券アナリストの提供する情報が個人にも伝達されるようになった。2000年のITバブルの崩壊により、多くの個人投資家が損失を被ったが、それら投資家の一部で証券アナリストの推奨に問題があったとの声が上がったことが、米国における証券アナリスト批判の大きな背景となったとする見方もある。
- 2 . わが国においても、これまで証券アナリストによる情報提供の主たる相手方は機関投資家であった。また、米国に比較すると、株式市場における個人投資家の数は少なく、また、証券アナリストが発信する情報が個人に伝えられる度合いも少なかった。しかしながら、最近は次第に様々なルートを通じ証券アナリストの情報が個人投資家にも伝えられるようになってきている。インターネットを通じてアナリスト・レポートへの個人によるアクセスを可能としている証券会社も現れている。経済構造改革の一環として株式市場への個人金融資産の誘導が進められているときでもあり、今後証券アナリストと個人投資家との関係をどう考えるべきかは重要な課題である。基本的には、証券アナリストが個人投資家への情報提供に貢献するようになることは望ましいことであると考え。ただ、その際機関投資家と個人投資家とでは以

下のように情報の受け止め方に差があることについての認識が必要であり、その点に留意していないと思われぬ批判を招く恐れもある。

3. 機関投資家は、証券アナリストの提供する情報に対し同じ投資の専門家としての立場から常に批判的に検討を加え、また同一の会社につき複数の証券アナリストから情報を入手し総合的に検討しており、個々のレポートは最終的に投資判断を下す際の一つの材料として位置付けている。アナリスト・レポートにおける株価レーティングを参考とする場合にも、レーティング自体のみならず、それにいたるまでの業績予想、分析手法、判断根拠、論理展開を総合的に判断材料とする。また、同じ投資の専門家として、証券アナリストの業務、表現の意味するところなどにつき共通の理解を暗黙のうちに有している。これに対し、個人投資家はいわば白紙の状態証券アナリストの情報に接することが通常であり、アナリスト・レポートについても長いものや記述が専門的で複雑なものであれば、株価レーティングのみを見るというケースも多いと思われる。

4. 証券アナリストが提供する情報が個人投資家に流れるルートは、(1)機関投資家を想定したこれまでのタイプのアナリスト・レポートに個人もアクセスするようになる場合と、(2)個人投資家向けに別に作成されたものが提供される場合との二つがあろう。

(1)機関投資家を想定したこれまでのタイプのアナリスト・レポートにアクセスする個人投資家は、恐らく投資経験豊かな洗練された投資家であろう。したがって、個人によるアクセスの可能性が増すという点を考慮しても、レポート作成に当たっての基本的な考え方を変更する必要はないと思われる。ただ、個人もアクセスする可能性が高まっていることのできるだけ留意することが望まれる。専門家同士でなければ分かりにくい表現や曖昧な言い回しは、避ける努力が求められる。事実と意見の区分についても従来以上の注意が求められる。また、さらに精度の高いレーティングの付与に努めるべきである。

(2)多くの場合、個人投資家を想定した情報提供を行うときには、機関投資家向けとは別の資料等が作成されると思われる。この場合には、次のような点を考慮することが望まれる。このうち、いくつかについては証券アナリストの所属する証券会社における管理者の所要の措置が必要であるので、その配慮をお願いしたい。

イ. 証券会社の中には、個人投資家向けに機関投資家向けのアナリス

ト・レポートを要約したものを作成しているところがある。このような場合は、元のレポートにおける証券アナリストの見解が適切に要約され、ポイントがずれることがないように十分な注意が求められる。

- ロ． 証券会社によっては、証券アナリストが初めから個人投資家を想定したレポートを作成しているところもある。そのような場合には、(1)で述べたような点のほか、例えば株価レーティングについても、その区分や記号をできる限り分かりやすくするとともに、定義は常に明確にするといった配慮が必要である。
- ハ． 個人投資家については、特に投資の適合性への配慮が重要である。したがって、投資推奨等の対象となっている証券、特に複雑な仕組みの新しい金融商品については、リスクを含め商品特性が十分理解できるよう情報を提供するという姿勢が必要である。
- ニ． 米国では証券アナリストが初めて発行会社を担当するとき、その会社の概略を理解できるようベーシック・レポートを書くことが多いが、個人投資家を想定し分かりやすさを念頭に置いた上で同様の趣旨のものを作成するといったことも考慮されるべきであろう。

． 会員の職業倫理を高めるための体制の整備について

当協会の証券アナリスト職業行為基準は、何よりも会員が自律的に遵守することが求められものである。しかし、当協会としても会員の職業倫理高揚のため必要な施策を進めていくとともに、不幸にして職業行為基準に違反するような事例が発生した場合には、定款および規律委員会規則にのっとり、厳正に対応していくことが必要である。また、そのための体制をこれまで以上に整備していくことも必要である。このような見地から当協会としては、新たに次のような措置を講ずることとした。

1． 当協会の事業、証券アナリストの業務に関する外部からの意見・提言の受付体制の整備

証券アナリストに関する外部からの問い合わせに対しては、現在も対応はしているところである。今後は証券アナリストの業務に関する意見のほか、当協会の事業に関しても、当協会のホームページを活用して、広く会員、投資家および発行会社等から意見を収集し、当協会の事業や会員の職業倫理に関する施策の企画・立案の参考とするほか、職業行為基準の遵守状況を把握

するための参考にすることとする。

2 . 規律委員会の審査体制の合理化と職業倫理上問題のあった事例につき注意を行う制度の導入

職業行為基準違反の疑いのある事例が発生した場合、規律委員会の対応を迅速かつ効率的に行うため、正式の審査に先立ち事前審査の制度を設ける。また、協会の定款に定める懲戒事由には該当しないが職業倫理に照らし問題があると思われるような事例については、規律委員会の議決に基づき、規律委員会委員長名で口頭または文書で会員に注意を行うことができる制度を導入する。

3 . 証券アナリストジャーナル誌における職業倫理に関する常設コーナーの新設

証券アナリストジャーナル誌に「証券アナリストの職業倫理を考える（仮称）コーナーを設け、会員、学者、マスメディア、発行企業のIR担当者などから職業倫理に関する論説の寄稿をお願いするとともに、内外の職業倫理に関する動向を紹介、解説する。

4 . 「証券アナリスト職業行為基準実務ハンドブック」に最近内外で問題となったような事例を含め、ケース・スタディの事例を充実する。