

職業倫理を考えるために ルールと参考資料



社団法人 日本証券アナリスト協会

本著作物の著作権は、社団法人 日本証券アナリスト協会[®]に属します。本著作物の全部または一部を、許可なく印刷、複写、転載、磁気もしくは光記録媒体への入力等、その方法の如何を問わず、これを複製することを禁じます。

目 次

はじめに	1
■職業行為基準および関連文書	
◇① 証券アナリスト職業行為基準（2002年6月）	5
◇② 証券アナリストの職業倫理を高めるために（2002年4月）	9
■規律委員会の公表した文書	
◇③ 証券アナリストが担当会社の発信情報に 登場することについての考え方（2002年9月）	23
◇④ アナリスト・レポート作成の際の留意事項（2003年5月）	25
■発行会社からのヒアリング概略	
◇⑤ 発行会社の証券アナリストに対する見方・意見 —発行会社からのヒアリングの概略—	31
■参考資料	
◇⑥ 社団法人日本証券アナリスト協会創立40周年を迎えて —高度の職業倫理の維持に努め、資本市場の活性化に一層の貢献を—	37
◇⑦ 米国における証券アナリストの利益相反問題	41
◇⑧ 英国における証券アナリストの利益相反問題	53
◇⑨ IOSCOステートメント セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則	61
◇⑩ 米国のミューチュアル・ファンドにおける不正取引等を巡る問題	81
職業倫理関連図書案内	87

はじめに

高度かつ知的な専門的職業である証券アナリストにあつては、専門家としての見識・技術を磨くことと並んで、高度の職業倫理の涵養とその実践に努めることが常に要請されています。このため、当協会では従来から職業倫理の維持・高揚を事業の重要な柱として取り組んできました。特に、2001年初に米国において生じた証券会社のアナリスのあり方に対する批判を契機に、わが国を含む多くの国において、証券アナリストの利益相反問題を巡る議論が活発に行なわれるようになってからは、当協会規律委員会を中心に一段とこの問題への取り組み姿勢を強めてきました。また、日本証券業協会においても本問題に関する検討ワーキングが設置され、その検討結果を踏まえ、2002年1月25日に「アナリスト・レポートの取扱い等について」（理事会決議）が制定されました^(注)。セルサイドのアナリストの利益相反を巡る議論は約3年にわたり続いてきましたが、2004年春には、国際的にも、またわが国においても関係者の対応策も出そろい、一応の区切りがついた感があります。

このような区切りの時期に合わせ、本書において、当協会がこれまで公表した文書をはじめ証券アナリストの職業倫理を考える際参考となると思われる資料をとりまとめて収録し、会員の皆様に配布することとしました。この中には、職業倫理の問題が国際的規模で問題になっていることを考慮し、米英における本件を巡る動向の解説、国際機関のガイドラインも含まれています。本書が「証券アナリスト職業行為基準ハンドブック」とともに、会員の皆様が職業倫理を考えられる際、お役に立つものになれば幸いです。

証券アナリストの職業倫理を巡る動きと収録資料の解説

（以下では、2001年以来の証券アナリストの職業倫理を巡る出来事を振り返りながら、本書に収録した資料について解題的に簡単な解説を行なっています。記述をできるだけ時系列に沿って行なっているため、節ごとの冒頭にある資料は掲載順となっておりません。）

米国における証券アナリストの利益相反問題（資料7）

職業倫理の問題がこれだけ大きな問題に発展した契機は、2001年初頃から、米国で始まったセルサイド・アナリストに対する批判でした。これに対し、証券界も様々な対応策を打ち出し、夏には事態は沈静化するかに見えてましたが、同年秋、エンロンなどの企業スキャンダルが多発したことが議論を再燃させ、また極めて異例なことに、ニューヨーク州のスピッツァー司法長官がアナリストの利益相反問題の調査に乗り出したことが本件をさらに注目を集める問題とすることとなりました。

一連の事件に対する関係者の対応は、2003年4月、大手証券会社10社とSEC、ニューヨーク州

（注） 本書編集時点において、同決議は2回目の改正作業中であるため、本書への収録は見送ることになりました。なお、最新の改正版が確定次第、その内容を協会機関誌『証券アナリストジャーナル』で紹介する予定です。

司法長官等当局との間で、利益相反に対処するための広範な措置および約14億ドルに上る和解金支払いの合意を盛り込んだ包括的和解が成立し、また、同年7月にSECが、この和解内容をベースとするニューヨーク証券取引所およびNASDの規則を承認したことをもって一応の決着を見ることとなりました。本資料は、この過程を解説しています。

英国における証券アナリストの利益相反問題（資料8）

ニューヨーク、東京と並ぶ国際金融市場を監督する英国金融サービス機構（FSA）は、英国においてはアナリストの利益相反問題が米国のようには深刻な問題を起こすには至っていないとの認識を示しつつも、同種の問題は存在するとして、早くからアナリストの利益相反問題への対応を検討してきました。同機構は、2002年7月に本件に関するディスカッション・ペーパー 15、その後2003年2月にコンサルテーション・ペーパー 171を発表して投資リサーチにおける利益相反問題等に関するガイダンス案を公表、2003年10月にコンサルテーション・ペーパー 205で最終案を公表しました。英国の証券・金融規制は、米国のように法令に詳細な規定を設けるのではなく、基本的な原則（principles）を設けるにとどめ、金融機関の自己責任をできるだけ尊重するという考え方に立っていることも反映し、対応策も米国とは異なる部分があります。本資料は、このような英国の本件への取り組みを解説しています。

IOSCOステートメント：セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則（資料9）

一方、主要各国の証券監督当局の国際機関であるIOSCOも、2001年6月に証券アナリスト問題に関するプロジェクト・チームを発足して検討を始め、2003年9月にその検討成果を取りまとめたステートメント「セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則」を発表しました。本書にその日本語訳（一部抄訳）および英語原文を収録しています。

このステートメントは、各国の当局等がアナリストの利益相反問題に関するルールを策定する際のガイドラインを示したものです。強制力はなく最終的にどのようなルールを策定するかは、各国の判断によるとされていますが、主要国の当局のコンセンサスを反映したものであり、本件に関する事実上のグローバル・スタンダードになると思われます。

証券アナリストの職業倫理を高めるために（資料2）

上記のような国際的な動きも見ながら、当協会の規律委員会は、2001年夏から会員の職業倫理を維持・高揚していくための方策を鋭意検討し、その検討成果を2002年4月に「証券アナリストの職業倫理を高めるために」と題する文書にまとめ全会員に配布しました。同年6月には、この文書で提案された職業行為基準の改正案が総会で承認されました。本書収録の証券アナリスト職業行為基準（資料1）は改正後のものです。

また、同じく規律委員会から提案された、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、規律委員会の審査体制の整備等のための規律委員会規則の改正、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設置といった諸施

策も順次実施に移されました。

証券アナリストが担当会社の発信情報に登場することについての考え方（資料3）

その後も、規律委員会は、関係者からの問題提起等に対応して検討を行い、委員会の考え方を示す文書を公表してきました。本資料は、最近、発行会社の広告、刊行物等にアナリストが登場を依頼されるケースが出ているため、これにどう対応するかについて職業倫理との観点から論じたものです。

アナリスト・レポート作成の際の留意事項（資料4）

本資料は、時に、一部のレポートにおいて、表現に適切さを欠いている例が見られるとの批判もあることを考慮し、会員の執務参考資料として規律委員会が作成したものです。

発行会社の証券アナリストに対する見方・意見—発行会社からのヒアリング概略—（資料5）

当協会事務局では、2003年春、協会の施策を立案する上での参考とするため、幾つかの質問項目に関し多数の発行会社からヒアリングを行ないました。本資料は、このうち、証券アナリストに対する対応、証券アナリストに対する見方・意見の二項目に関する回答の概要を紹介したものです。

高度の職業倫理の維持に努め、資本市場の活性化に一層の貢献を（資料6）

当協会は、2002年10月に創立40周年を迎えましたが、同月開催された第17回日本証券アナリスト大会の機会に、当協会金子会長は、本メッセージを発表しました。40周年という記念すべき機会に、職業倫理の重要性と、これに取り組む協会としての決意が述べられています。

米国のミューチュアル・ファンドにおける不正取引等を巡る問題（資料10）

本資料は、2003年に米国で明らかにされたミューチュアル・ファンドの不正取引や手数料について提起された問題を解説しています。上記で解説した資料が主としてセルサイドのアナリストの利益相反に関するものであるのに対し、本件は、バイサイドで発生した問題です。本件においては、アナリストが直接に批判の対象になっているわけではなく、ミューチュアル・ファンドに関連する幅広い業界関係者の行動が問題とされているもので、また米国のミューチュアル・ファンドの制度・慣行の特殊性を反映している面が強いとも言えます。しかし、バイサイドにおいても深刻な利益相反問題が発生し得ることを示した事件として、投資管理業務に従事する者にとって、色々と考えさせられる要素が含まれていると思われることから収録した次第です。

2004年2月

社団法人 日本証券アナリスト協会



証券アナリスト職業行為基準

昭和62年7月29日 制定

平成12年6月1日 改正

平成14年6月18日 改正

社団法人 日本証券アナリスト協会

日本証券アナリスト協会は、広く投資関連業界を通ずる専門家組織として昭和37年に発足して以来、証券分析技術と証券アナリストの社会的地位の向上を目指し、一貫した活動が続けてきた。特にわが国資本市場の発展と国際化に伴い、証券アナリストの専門職能に対するニーズが急速に高まってきたことにかんがみ、本協会の会員の権威と信用の一層の向上を図るためには、職業的専門家にふさわしい自主的ルールを確立することが不可欠と考えられたため、昭和62年に「証券アナリスト職業行為基準」を制定し、会員の職業行為の指針として、同基準の普及・定着と職業倫理意識の涵養に努めてきたところである。

しかしながら、最近資産運用業務の拡大や投資技術の発達に伴い、証券アナリストの職業行為も一段と高度化し、多様化しつつある。また、同時に、投資のグローバル化を映じて、国際的にも証券アナリストの職業倫理・行為基準に関する統一的なガイドライン制定や各国協会固有の基準改訂の動きが広がってきている。

したがって、本協会では、「証券アナリスト職業行為基準」を投資環境と証券アナリストの職業基盤の急速な変化に即応させ、かつ国際的にも遜色ない高度の基準として維持していく必要があると考え、今般基準を全面的に見直し、所要の修正と、受任者としての信任義務、投資管理の成果の提示、利益相反の開示など、規定の追加、新設を行った。

この基準は、会員の所属する業界のいかんにかかわらず、証券分析に関するすべての職務に共通する行為基準として、自主的に遵守すべきものである。

1. 定 義

この基準における主な用語の定義は、次の通りとする。

- (1) 「会員」とは、個人会員（検定会員および一般会員）をいう。ただし、基準「4. 不実表示に係る禁止等」に定める会員には、法人会員および証券分析業務を行う賛助会員を含む。
- (2) 「証券分析業務」とは、証券投資に関する諸情報の分析と投資価値の評価とに基づく投資情報の提供、投資推奨または投資管理をいう。
- (3) 「信任関係」とは、会社とその役員、信託の受益者と受託者、証券の発行者と引受人、年金基金とその理事、顧客と投資顧問業者等、一方が相手方の信頼を受けて、専門的業務また

は相手方の授権に基づく業務を行う関係をいう。

- (4) 「信義義務」とは、信任関係に基づき信頼を受けた者が、相手方に対して真に忠実に、かつ職業的専門家としての十分な注意をもって行動する義務をいう。
- (5) 「実質的保有」とは、証券の名義人であるか否かにかかわらず、当該証券に関する経済的利害が当人に帰属する場合の保有その他の関係をもつことをいう。
- (6) 「重要な情報」とは、特定の証券の発行者に係る情報であって、一般の投資者の投資判断または証券の価格に重大な影響を与えるものをいう。

2. 総 則

- (1) 会員は、証券分析業務のもつ重要な社会的役割にかんがみ、誠実に職務を励行し、互いに証券アナリストの社会的信用および地位の向上に努めなければならない。
- (2) 会員は、常に証券分析に関する理論と実務の研鑽に精進し、その職務にふさわしい専門能力を維持し、向上させなければならない。
- (3) 会員は、証券分析業務を行うに当たって、専門的見地から適切な注意を払い、公正かつ客観的な判断を下すようにしなければならない。
- (4) 会員は、関係法令ならびに本協会の定款、規則およびこの職業行為基準を遵守しなければならない。
- (5) 法人会員および賛助会員は、本基準を尊重し、その役職員または構成員である会員が関係法令ならびに本協会の定款、規則およびこの職業行為基準に違反することのないよう必要な指導を行うとともに、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。

3. 投資情報の提供等

- (1) 会員は、投資情報の提供、投資推奨または投資管理を行う場合には、次の事項を守らなければならない。

イ. 合理的な根拠と適正な表示

- (イ) 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。この場合、それを裏付ける適切な記録を相当期間保持するように努めるものとする。
- (ロ) 事実と意見とを明確に区別すること。
- (ハ) 重要な事実についてすべて正確に表示すること。
- (ニ) 投資成果を保証するような表現を用いないこと。

ロ. 投資の適合性

- (イ) 顧客の財務状況、投資経験、投資目的を十分に確認すること。また、必要に応じてこれらの情報を更新（最低でも年1回以上）すること。
- (ロ) 顧客の状況、ニーズ、投資対象およびポートフォリオ全体の基本的特徴など関連する要素を十分に考慮して、投資情報の提供、投資推奨または投資管理の適合性と妥当性を

検討し、顧客の投資目的に最も適合する投資が行われるよう常に配慮すること。

(2) 会員は、次の事項を顧客に開示しなければならない。

イ. 投資対象の選定またはポートフォリオの構築を行う際に適用する基本的原則と手法およびこれらについての重大な変更

ロ. 個々の投資対象の基本的特徴

(3) 会員は、顧客または広く一般に提供する投資情報の作成に当たり、他人の資料を利用する場合には、出所、著者名を明示するなど慎重かつ十分な配慮をしなければならない。

4. 不実表示に係る禁止等

(1) 会員は、次に掲げる事項について不実表示をしてはならない。

イ. 会員が顧客に対して行うことができる証券分析業務の種類、内容および方法その他証券分析業務に係る重要な事実

ロ. 会員が有する資格

(2) 会員は、自己またはその所属する会社が達成したまたは達成することが合理的に期待される投資管理の成果を、顧客または広く一般に提示するときは、公正、正確かつ十分な提示が行われるよう合理的な努力をしなければならない。

(3) 投資管理の成果の提示が、本協会の定める投資パフォーマンス基準のすべての必須基準に準拠しているときは、公正、正確かつ十分な提示が行われたものと認める。

5. 受任者としての信任義務

(1) 会員は、証券分析業務を行うに当たっては、顧客その他信任関係にある者の最善の利益に資することのみに専念しなければならず、自己および第三者の利益を優先させてはならない。

(2) 会員は、前項の業務を行う場合には、その時々具体的な状況の下で、専門家として尽すべき注意、技能、配慮および勤勉さをもってその業務を遂行しなければならない。

6. 利益相反の防止および開示等

(1) 会員は、公正かつ客観的な証券分析業務の遂行を阻害すると合理的に判断される事項を、顧客に開示しなければならない。

(2) 証券分析業務のうち顧客に対する投資情報の提供または投資推奨（以下「投資推奨等」という。）の業務に従事する会員は、顧客に投資推奨等を行う証券の実質的保有をしてはならない。ただし、公正かつ客観的な証券分析業務の遂行が阻害されることがないと合理的に判断される場合において、投資推奨等において当該証券の実質的保有の事実が顧客に開示されるときは、この限りでない。

(3) 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は、自己が実質的保有をしました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。

- (4) 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し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、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) 会員は、顧客が同意した場合を除き、顧客との取引において当事者となりまたは自己の利害関係者の代理人となってはならない。
- (6) 会員は、(1)のほか次の事項を顧客に開示しなければならない。
 - イ. 会員が、その顧客に対して提供した証券分析業務の対価として、自己の所属する会社または団体以外から收受または收受することを約束したあらゆる報酬
 - ロ. 会員が、その顧客に第三者の役務提供を受けることを推奨すること、またはその顧客を第三者に紹介することに関して收受もしくは收受することを約束した、すべての報酬

7. 未公開の重要な情報の利用の禁止等

- (1) 会員は、証券の発行者との信頼関係その他特別の関係に基づき当該発行者に係る未公開の重要な情報を入手した場合には、これを証券分析業務に利用し、または他の者に伝えてはならない。
- (2) 会員は、証券の発行者に係る未公開の重要な情報を入手した場合において、その情報が信頼関係その他特別の関係に基づく義務または法令もしくは関係諸規則に違反して伝えられたことを知りまたは知りうべきときは、これを証券分析業務に利用し、または他の者に伝えてはならない。
- (3) 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。

8. その他の行為基準

- (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。
- (2) 会員は、自己の証券保有や個人的取引によって、公正かつ客観的な証券分析業務の遂行を阻害しないよう注意しなければならない。
- (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。
- (4) 会員は、証券分析業務を行う場合には、当該業務の依頼者である顧客に関し知り得た秘密を他に漏らしてはならない。
- (5) 会員は、検定会員等の会員称号を使用する場合には、称号の権威と信頼性を保持するよう良識ある方法を用いなければならない。

以 上



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

I. はじめに

II. 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

III. 法人会員への要望

IV. 個人投資家への情報提供と証券アナリストの業務

V. 会員の職業倫理を高めるための体制の整備について

I. 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等の関係団体が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

本ペーパーは、証券アナリストの独立性を巡る問題が内外で取り上げられている状況を考慮し、2001年夏以降、当協会規律委員会において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し、2002年1月に公表、2002年4月に理事会の承認を得たものである。

なお、同ペーパーの中で提案されている当協会の「証券アナリスト職業行為基準」の一部改正については、2002年6月18日に定時総会の承認を得ている。本書に収録されている職業行為基準は、当該改正後のものである。

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（平成15年1月15日一部改正）。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。

II. 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きている。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ろう。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（平成15年1月15日一部改正後、以下同じ）（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。

(注3) (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。

① 略

- ② 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
- ③ レーティング又は目標株価が記載されている場合には、レーティングの定義並びに目標株価についての根拠及び達成の予想期間が明確に表示されていること

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もまず注目する。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(i) 「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。」

基準8(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。

7. (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。

① 略

② 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

8. (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ることに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ろうが、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・レポートの社内審査及び保管、情報の管理、アナリストの意見の独立性の確保並びに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。

9. (1) 会員は、アナリストの意見の独立性を確保する観点から、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。
- (2) 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。
- (3) 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。
10. 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・レポートを作成すること及び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

- ① 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益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。
- ② 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、顧客が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。
- ③ 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、①短期の売買を目的としないこと、②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に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。」

④ 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。

13. (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7(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。)

① 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そ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

② 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の行為であるが、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、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とき」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。

Ⅲ. 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の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少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。

IV. 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、最近で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ことになることは望ましいことであると考えている。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ろ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でき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であろう。
 - (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に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。

V．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るものである。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。



証券アナリストが担当会社の発信情報に登場すること についての考え方

平成14年 9月

社団法人 日本証券アナリスト協会
規 律 委 員 会

はじめに

証券アナリストへの社会的認知度が高まるのに伴い、証券アナリストが担当会社の発信情報に登場を求められる事例が増えている。しかし、簡単に応じてよいかどうか、迷う場合も少なくない模様である。また、最近ある会員が担当会社の広告に登場したが、これについて一部理事から、職業倫理上、議論の必要ありとの問題提起があった。そこで規律委員会では、この種の問題に関する意見交換を行った。以下にその意見を取りまとめて紹介し、会員の参考に供したい。

1. 基本的な考え方

会社が発信する情報の性格、登場する証券アナリストの役割などは、いずれも多種多様であってケースごとに考慮すべきであり、あらかじめ網羅的に多くのケースを想定して是非を示すことは難しい。また会員の自己責任尊重の意味でも、適当でない。したがって、判断はあくまでもケース・バイ・ケースで会員自身が行うべきであるが、次の諸点は判断の基準として重要と思われる。

- (1) 証券分析業務の公正性、客観性を阻害する危険が大きくないか。
- (2) 投資家に証券分析業務の公正性、客観性が阻害されているとの疑いを抱かせ、証券アナリストの信用を損なわないか。
- (3) 消費者等情報の受け手を誤解させるメッセージを送ることにならないか。

2. 会員が担当する会社の広告・宣伝に登場し、その会社との取引や製品の購入の推奨を行う場合

上記のような判断の基準に照らした場合、会員が証券アナリストの肩書きで担当する会社の広告・宣伝に登場し、その会社との取引や製品の購入を勧める行為は、それ自体が直ちに定款や職業行為基準に違反するというものではないにせよ、次の理由から行わないことが望ましい。

- ① 証券分析業務が公正性と客観性を保持して行われるためには、証券アナリストが担当会社すべてを公平な立場から評価することが前提となるが、広告・宣伝に登場し特定の会社の製品・サービスについて好意的な評価を示し、取引や製品の購入を勧めることは、出発点で前提を放棄することになり、証券分析業務の公正性・客観性が保たれているかにつき投資家から疑いを招きやすい。
- ② 証券分析業務と広告・宣伝のための情報発信は、ともにその会社の評価にかかわると言う意

味で共通性があるが、目的が異なるため両立の難しい行為である。証券分析業務は、重要な事実であれば会社にとって良い情報も悪い情報もすべて明らかにすることを目的としており、その結果その会社の株式を売り推奨することもある。これに対し、広告・宣伝は、消費者によるその会社との取引や製品の購入の促進を目的とする行為である。このように目的の相異なる行為を同一の会社について矛盾を生じることなく行うことは極めて困難であり、結果的に証券分析業務をゆがめることにつながりかねない。

- ③ 広告・宣伝に登場して取引や製品の購入を推奨する行為は、証券分析業務とは全く異なる目的と手法をもって行われる別の行為である。それにもかかわらず、証券アナリストの肩書きで行う場合には、それがあたかも証券分析業務の結果として行われ、綿密な調査・分析に基づく裏付けがあるかのように情報の受け手をミスリードする恐れがある。

担当する会社の広告・宣伝に登場し、その会社との取引や製品の購入を推奨する行為は、先にも述べたように、そのこと自体で直ちに定款や職業行為基準に違反することになるわけではない。しかし、そのような行為を行ったことが現実には証券分析業務の公正性・客観性を阻害することにつながった場合は、当然ながら職業行為基準違反の問題になり得るし、会員の信用が大きく損なわれたような場合であれば、会員は品位の保持に努め、会員の名誉と信用を傷つける行為をしてはならないという定款の規定に違反すると判断されることもあり得る。

(注) 特定会社の広告・宣伝の中で、証券アナリストのメッセージが当該会社について直接触れていない場合であっても、広告・宣伝全体を見た場合、当該会社との取引または製品の購入を推奨しているとの印象を与える場合は、上記と同様に考えるべきである。

3. 上記2以外の場合

証券アナリストに求められる役割が、会社との取引や製品の購入を推奨することを目的とするものではなく、証券アナリストとしての専門的能力を活用して当該会社にかかわる事実、経営の状況あるいは経営方針などの情報開示に協力するという性格のものである場合には、上記1で述べた判断基準からして、発信情報への登場が不適当とは言えないケースもある。ただ、そのような場合でも、担当する会社の発信情報に登場すること自体が、投資家の目には、その証券アナリストが当該会社と特別の関係にあるのではないかと映りやすいから、行うに当たっては投資家本位の立場に立ち、会社との関係で客観性・公正性が疑われないよう細心の注意が求められる。また独立性と客観性を保持しつつ行われなければならないから、報酬を受け取ることは好ましくない。

4. 判断に際しての注意事項

基本的な考え方で述べたように、本件についてはさまざまなケースがあり得るので、会員は上記に述べたような点を参考にして適切な判断を行うことが期待される。その際、できるだけ客観的な判断が行われるよう、要請を受けた場合は、調査部門の管理者、あるいはコンプライアンス部門を含め第三者の意見を広く求めることが望ましい。



アナリスト・レポート作成の際の留意事項

平成15年5月20日

社団法人 日本証券アナリスト協会
規 律 委 員 会

アナリスト・レポートの作成に際しては、会員がそれぞれの立場で質の高いレポート作成を目指して、さまざまな努力をしておられると考える。また、会員の所属会社においてもそのために諸施策が講じられている。しかしながら、時に、一部のレポートにおいて、表現等に適切さを欠いている例が見られるとの批判もある。そこで当委員会では、事務局による証券会社等からのヒアリング結果も踏まえて検討を行い、会員の執務参考資料として、「アナリスト・レポート作成の際の留意事項」を以下のように取りまとめた。この中では、表現・表記の適正性を確保するという観点から留意すべき当協会の職業行為基準や、日本証券業協会の理事会決議等の規定を整理して記述するとともに、ヒアリングの結果も参考にして、投資家の判断を間違った方向に誘導しないという観点、および証券アナリストとしての社会的信用維持の観点から留意することが適当と思われる事項も取り上げた。この執務参考資料が、会員がアナリスト・レポートを作成される際の参考になれば幸いである。

はじめに

アナリスト・レポートの優劣は、何よりも内容いかんで決まる。作成に当たって、綿密な調査・分析に基づき、的確な投資情報または投資推奨の内容を固めることがまず必要である。しかし、同時に表現・表記もその良否を決定する重要な要素である。内容がいかに優れていても、表現・表記が適切でないときは、投資家に対して、本来の意図が伝わらないのみならず、誤解を生じたり、証券アナリストとしての社会的信用を損なう場合もあり得る。

会員が、アナリスト・レポートの表現・表記の適切さを図っていく上で考慮すべき規範としては、当協会の職業行為基準がある。また、当協会の規範ではないが、証券アナリストがレポート作成に当たって念頭に置くことが望まれる規範として、日本証券業協会の理事会決議「アナリスト・レポートの取扱い等について」（以下、「理事会決議」という。）に関連する規定がある。さらに、会員が所属する会社において社内ルール（指針）が定められている場合は、これもよるべき規範となる。これらは主として投資家の投資判断を間違った方向に誘導しないという観点から設けられている。

しかし、それだけではなく、レポートの作成に当たっては、健全な社会常識にも留意し、証券アナリストとしての社会的信用を維持していくという配慮も求められる。各社の社内ルールにもこの観点からの規定を置く例がある。

そこで、以下では、これら規範や社会常識に基づき、アナリスト・レポート作成の際の表現・表記の適切さを確保するために留意が必要と思われる事項を具体的に述べ、会員の執務の際の参考に供したい。この中には表現は異なっても実質的には同じ内容のものもあるが、あえて重複をいわず記述することとした。

1. 職業行為基準上の留意事項

職業行為基準のうち、表現・表記に特に関係の深い規定とこれにかかわる留意事項は次のとおりである。

(1) 綿密な調査・分析に基づく合理的かつ十分な根拠を持つこと（基準3.(1)イ(i)）

これは、アナリスト・レポートの内容自体について求められる要件であるが、「合理的かつ十分な根拠を持つこと」は、レポートの表現においても留意が必要である。

(2) 事実と意見を明確に区別すること（同3.(1)イ(ii)）

アナリスト・レポートには、客観的な事実の分析だけでなく、証券アナリストの意見、判断が当然含まれることとなるが、この事実と意見との区別があいまいなまま顧客に伝えられる場合には、顧客の判断をミスリードする恐れがある。そのため、両者の明確な区別が必要とされるのである。

(3) 重要な事実についてすべて正確に表示すること（同3.(1)イ(iii)）

アナリスト・レポートには、重要な事実、すなわち顧客の投資判断に重要な影響を及ぼすと考えられる事実をすべて正確に表示しなければならない。これは証券取引法第157条(注)と同趣旨という点でも重視される。

さらにこの関係で強調したいのは、不注意による事実関係の誤りを防止することの重要性である。事実の正確性の確保は証券分析業務の基本であり、投資家に誤った判断をさせないためにも不可欠なことである。最近では、発行会社のIR部門が、自社に関するレポートをフォローすることを重要な業務としている。それだけに、数字や事実関係の記載内容は厳しく検証されている。このような状況で事実関係の誤りがあると、発行会社からも強い不信を招く原因にもなりかねない。誤りをなくしていくためには、個々の証券アナリストができる限りの注意を払うことがまずは基本となるが、同時にチェックのための体制が組織として確立されていることも必須である。この点については、法人会員にも適切な措置を講じることを要望したい。

(注) 証券取引法第157条

何人も、次に掲げる行為をしてはならない。

二 有価証券の売買その他の取引又は有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等、外国市場証券先物取引等若しくは有価証券店頭デリバティブ取引等について、重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること

(4) 投資成果を保証するような表現を用いないこと（同3.(1)イ(ニ)）

アナリスト・レポートにおいて、一定の利益を確実に保証するような表現を用いてはならない。有価証券という価格変動のリスクのある投資対象は、必ずしも予期した成果が得られないことは投資家も承知しているはずであるが、一定の投資成果を確実に保証するかのような表現を取ったため、後で顧客との間でトラブルを生じる場合があり得るのが現実であり、格段の注意が必要である。

2. 日本証券業協会の理事会決議との関係での留意事項

理事会決議は、証券会社がアナリスト・レポートに関する指針を策定する等により、そ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なければならないと定めている。（理事会決議4(1)）

さらに証券会社は、アナリスト・レポートの審査担当者を定めることとし、審査担当者が審査を行うに当たって留意しなければならない事項を規定している。（同4(2)(3)）

また理事会決議の徹底を図るため取りまとめられた「理事会決議の考え方」は、審査担当者の具体的審査項目として、表現・表記にかかわる事項（そこで参照されている「広告に関する指針」に記載されている事項を含む。）を例示している。

これらは下記のとおりであるが、審査担当者のみならず、証券アナリストがレポートを作成する際にも念頭に置くことが望まれる事項である。

(1) 審査担当者が審査に当たって留意する事項（理事会決議4(3)）

- ① 広告及び景品類の提供に関する規則（公正慣習規則第7号）第4条第1項^(注)に規定する禁止行為に該当するものでないこと
- ② 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
- ③ レーティング又は目標株価が記載されている場合には、レーティングの定義並びに目標株価についての根拠及び達成の予想期間が明確に表示されていること

（注）広告及び景品類の提供に関する規則（公正慣習規則第7号）第4条第1項

協会員は、次の各号の一に該当し又は該当するおそれのある広告を行ってはならない。

- 一 取引の信義則に反するもの又は協会員としての品位をそこなうもの。
- 二 証取法その他の法令等に違反する表示のあるもの又は脱法行為を示唆する表示のあるもの。
- 三 投資者の投資判断を誤らせる表示のあるもの。
- 四 協会員間の公正な競争を妨げるもの。

(2) 審査担当者の審査項目（理事会決議の考え方）

（注）以下の（ ）書きは、表現・表記にかかわらない事項

イ. 誇大又は扇動的な表示、恣意的又は過度に主観的な表示等の禁止

個別企業の紹介を行う場合は、その株価、業績等についての誇大又は扇動的な表示、過当な投機を推奨する表示、風説の流布的な表示等、恣意的又は過度に主観的な表示は行わ

ない。

ロ．断定的な表示の禁止

個別企業の株価及び将来の業績、増減資、配当その他株価の騰落に相当な影響を及ぼす事項については、断定的な表示は行わない。

ハ．投資者の投資判断を誤らせるおそれのある表示の禁止

個別企業又は銘柄について投資者の投資判断を誤らせるおそれのある表示は行わない。

ニ．虚偽表示の禁止

ホ．（未公表の法人関係情報の提供の禁止）

ヘ．（有価証券届出書の届出前の勧誘の禁止）

ト．株価、業績、新技術、新製品等の予測についての根拠の表示

個別企業の株価、業績、増減資、配当等の予測及び新技術、新製品、資源の開発等の予測を行う場合において、自己の判断、評価等が入るときは、その根拠を明示する。

チ．目標株価についての根拠及び達成の予想期間の表示

リ．データ、統計等の出所の表示

ヌ．アナリスト・レポートの内容と引用している株価、データ、統計等の適切性確認

ル．アナリストの意見と事実の明確な区別

ヲ．適切な担保文言（ディスクレーマー）の記載

ワ．レーティングの定義の記載

3. その他留意することが望まれる事項

投資家をミスリードしない観点や、証券アナリストとしての社会的信用を維持していくという観点からの留意事項としては、さらに次のような点が考えられる。

- (1) 美辞麗句は避けることが望ましい。レポートの記述は、データの提示と論理を積み重ねて行うべきであり、修辭的な技巧に頼るのは望ましくないからである。
- (2) 証券アナリストが過去に行った投資情報の提供・投資推奨につき的中した事例をことさらに強調した記述は、投資家の判断に予断を与えかねないことから慎重が必要と考えられる。
- (3) 近年、レポートでポジティブな評価を行う場合でも、リスク・ファクター（想定した予想を覆す可能性のある要因）を記述するものが増えている。これは、機関投資家にも参考になるが、それ以上に近年アナリスト・レポートにアクセスする機会が増大している個人投資家が投資判断を行うに際しても、有益な情報になる。また、さまざまなリスク・ファクターを想定し、それに対する説明を記述することは、アナリスト自身が、自らの予測の確度についての検討を深めるという意義もある。このような点を考えると、今後はリスク・ファクターの記述をできるだけ行っていくことが望ましいと思われる。
- (4) 外資系の証券会社では、記述を避けるべき事項として、レポート対象の会社にかかわる訴訟の勝敗の予測を挙げているところが多い。わが国でも発行会社にかかわる訴訟案件は多く

見られており、それらの勝敗の予測については慎重な姿勢で臨むことが適当と考える。

- (5) 証券アナリストは、健全な常識をもって行動し、社会的信用を維持するという観点から、レポートの作成に当たっては、表現等につき十分な注意を払うことが望まれる。

レポートにおいて、特定の個人、団体等をひぼう・中傷するなどはあってはならない。また、政治や宗教に関し自己の主張を行うことは避けるのが望ましい。ストラテジスト等が、世界経済の将来を論ずる等の際に要素の一つとして政治的要因等を取り上げることが必要になる場合もあろうが、その際は証券分析業務の対象として客観的に論じるべきである。

- (6) 社会との関係の一環として、発行会社に対しても健全な常識に基づく対応が必要である。証券アナリストは発行会社の評価を専門的知識・技能と自らの良心に基づき行うべきで、その結果ネガティブな結論が出た場合でも、当該会社に遠慮することなくこれをレポートに記述するのが当然である。しかし、記述に当たっては、論理的で、冷静であるように努めるべきで、不適切な表現をしたために発行会社との間で無用の摩擦を生ずるといようなことにならないよう注意が望まれる。

発行会社についての評価、特にネガティブな評価を記述する場合の具体的な注意点としては、例えば以下のようなものが挙げられよう。

- ① 発行会社を形容する言葉の選択に当たり、言葉自体に明らかな評価の意味合いが含まれているものは、その使用につき慎重な姿勢で臨むことが望ましい。例えば、ネガティブな意味が強い言葉を使用した場合は、本来データと論理に基づき冷静にまた客観的に行われるべき投資家の投資判断が、言葉自体の発するイメージによって影響される危険があるためである。

(例) 「業界の負け組」、「業界の最弱事業者」、「業界の劣位企業」といった表現は、適当でない場合が多いと思われる。また、業界の中でA社の市場シェアが非常に大きく、シェア2位のB社、3位のC社以下の企業との格差が大きい場合でも、「業界の大企業であるA社に対し中小事業者であるB社、C社以下は…」といった表現は文脈によっては適当でないように思われる。

また、発行会社をポジティブに評価する場合は、会社との間で摩擦を起こすことはないかもしれないが、誇大な表現は投資家をミスリードする恐れのあることは前記2.(2)イでも述べたとおりである。

- ② 上記の点と関連するが、同一業界の複数の会社を比較し、投資対象としての優劣を論じる場合は、比較の根拠となる基準（ベンチマーク）又は優劣を裏付ける具体的事由をはっきり示すが必要と思われる。例えば、優劣関係が売上高で見た場合なのか、収益力で見た場合なのか、あるいは複数のベンチマークから総合的に見た場合なのか等を明確にさせる必要がある。

(例) 「業界の下位企業であるA社は」と単に表現するのは適当でなく「売上高で見て下位

にあるA社は」というようにベンチマークを示すことが必要である。同様に「A社の経営はB社に比し何周も遅れている」とだけ表現するのは不十分であり、どのような視点で見ると具体的にどのような差があるのかを明確に述べることが望ましい。

- ③ アナリスト・レポートのタイトル又は見出しの文章において、投資家の目を引く意図からセンセーショナルな表現をすることは、避けることが望ましい。それは、投資家のミスリードにつながる危険があるだけでなく、客観性を持ってその会社の情報を投資家に伝えているかどうかにつき、発行会社にも疑念を抱かせ信頼関係を損ないかねないからである。
- ④ ある特定の会社が倒産した場合あるいは合併した場合というような仮定のケースについて記述することは、たとえ仮定と断っても、その証券アナリストが倒産や合併の蓋然性が相当程度あるとの判断をしているとの印象を与える可能性があり、思わぬ市場の反応を招きやすいので、できるだけ避ける方が無難であろう。その業界の分析を行う上で、特定の会社が倒産して市場から退出するケースや、その会社が合併の対象になるケースをシミュレーションすることがどうしても必要という場合は、あくまでシミュレーションのための仮定であって、倒産や合併の蓋然性につき当該証券アナリストが予断を持っていないことを明確に示すなど表現に細心の注意を払うことが望まれる。
- ⑤ 会社分析を行うに当たり当該会社の経営について論じる場合は、あくまで経営自体を客観的、論理的に分析して行うべきであり、経営者のプライバシーや人格に踏み込んだ記述は避けねばならないと考えられる。また、証券アナリスト個人と経営者の関係を記述することも避けることが望ましい。

(例) 「社長のカリスマに期待している」、「自分は社長と十年以上の知己であり、かねがねその人格識見を高く評価している。」などの記述は避けることが望まれる。



発行会社の証券アナリストに対する見方・意見 —発行会社からのヒアリングの概略—

平成15年5月20日

社団法人 日本証券アナリスト協会
常務理事 天野 俊彦

協会事務局では、今般、協会の施策を立案する上での参考とするため、証券アナリストの業務にとって重要な関係者である発行会社からヒアリングを行いました。質問した項目は、証券アナリストへの対応、証券アナリストに対する見方・意見、フェア・ディスクロージャーへの対応、協会に対する要望などです。本稿では、これらのうち、証券アナリストに対する対応、証券アナリストに対する見方・意見の二項目について、回答の概要を紹介することとしました。その理由は、これらが、今後、会員が発行会社との関係を考えていかれる際に、参考になると思われたためです。証券アナリストが担当する発行会社との関係でまず留意することが求められるのは、当協会の職業行為基準8.(3)に規定されているように、独立性と客観性の維持であります。その趣旨は、投資銀行業務の顧客ないし見込み顧客であるからといって、評価に遠慮や偏りがあるのではなく、経営者とのミーティングの機会を数多く持つことや、IR部門からの情報提供の便宜を期待して、評価が影響されるようなことがあってはならないというものであります。証券アナリストは、発行会社との間にあくまでも適正な距離を置くことが求められ、両者間に良い意味での緊張関係があることが不可欠とも言えると思われます。

しかしその一方で、証券分析業務を円滑に行っていくためには、証券アナリストと発行会社との間にできる限り信頼関係が確立され、適切なコミュニケーションが行われる状況にあることが望ましいと思われれます。このためには、発行会社に対し証券アナリストの業務の意義につき理解を求め、協力を要請する一方で、証券アナリストも発行会社の意見や希望に耳を傾け、それらに理由があり、また独立性・客観性に影響を与えないものである場合は、できるだけ尊重し、改めべき点は改めていくという努力も必要と考えられます。

こうした観点から、ヒアリングの概要を、以下にお知らせすることとした次第です。ただここでは発行会社から見て、改善が望まれるとされた事項を中心に論述しましたので、それだけを見た場合、証券アナリスト側に多くの問題があるとの印象を与えるかもしれません。しかし、ヒアリング結果を全体として見ると、発行会社は証券アナリストの業務の意義を理解し、日々接している証券アナリストの活動について好意的評価をしており、証券アナリストと発行会社の間は、総じて良好な関係にあるとしています。下記に問題として指摘された事項も多くの場合ごく一部の証券アナリストについて見られるとされたものです。しかし、一部に見られる問題とされたものであっても、今後の参考となると思われる指摘は幅広く取り上げることとしました。なお、今回ヒアリングを行ったのはメーカー、サービス、金融など幅広い業種にわたる16社です。

記

1. 証券アナリストへの対応

今回ヒアリングを行った発行会社は、近年IR活動の充実を図ってきている。いずれも専担のIR部門を設けていることに加え、優秀な人材が配置されているとの印象を受けた。幾つかの会社のIR担当者は、当協会の検定会員の資格を有しており、その中には業務で接触する証券アナリストと専門的知見で対等に渡り合えるよう検定会員資格を取得したと述べた担当者もいた。各社とも、証券アナリストをIR活動の最も重要な対象と位置付け、情報提供、応接、工場見学等の対応を充実させるよう努めている。

証券アナリストは、投資に関するプロフェッショナルとして発行会社を評価しているわけであるが、その一方で、会社側もIRのプロフェッショナルとしての目で証券アナリストの専門家としての能力や作成されたレポートの質を評価しているという関係にある。そういう意味では、発行会社のIR体制の充実に伴い、証券アナリストはこれまで以上にプロフェッショナルとしての自覚と能力の向上が求められることになるのではないかと考えられた。

近年、フェア・ディスクロージャーが重視されるようになったこともあり、各社とも情報提供につき証券アナリスト間で不公平が生じないよう努めているとしている。しかし、取材の頻度や証券アナリストの経験の差により結果的に提供する情報に差が生じてしまうことはあり得るし、やむを得ないと述べるところが多かった。

各社は、経営者自ら、あるいはIR担当者を通じて、決算説明会等定期的な情報提供の機会、随時の証券アナリストの個別取材あるいは機関投資家とのミーティングなどさまざまな場を利用して市場への情報発信を行っている。このような情報発信の機会の中堅企業でも年間で数百回に及ぶとのことである。また、一昨年以降、フェア・ディスクロージャーを推進する観点から、文書による情報提供に加え電子媒体による情報開示にも力を入れている。

会社からの情報発信に努める一方で、IR担当者は、公表されたその会社についてのアナリスト・レポートをチェックし、誤りがないか確認するとともに、レポートに示された証券アナリストの見解を経営陣にフィードバックすることを重要な任務としている。このため、取材に来た証券アナリストには、作成したレポートの公表後、それを送付してくれるよう求めている。しかし、証券アナリストが取材への協力を求めながら、レポートの公表後送付してくれない場合があるとの声がかなりの数の会社からあった。また、株価レーティングを維持・引き上げたときは送ってくれるが下げたときは送ってこないという声もあった。近年、情報ベンダーが電子媒体により、アナリスト・レポートの内容を機関投資家などに有料で提供しているので、これを利用してレポートのフォローをしている会社もあったが、コストとの関係から利用していないとしているところもあった。取材に協力を求めた場合は、レポートの公表後、それを送付するよう努めることが望ましいと思われる。そうすることが会社との間で継続的な信頼関係を作る上でプラスになると同時に、万一レポートに誤りがあった場合に速やかにそれを訂正する機会もつくることになるのではないかと考えられる。

2. 証券アナリストの評価に対する対応

ヒアリングの対象のすべての発行会社が、レポートにおける自社の評価自体についてはコメントしたり、クレームを申し入れることはしない方針を取っていると述べた。かつては、自社の評価に対して不満がある場合、レポートを執筆した証券アナリスト本人やその所属会社の引受部門等にクレームを付けるケースも少なからずあったといわれるが、企業のIRの重要性に対する認識が深まるとともに、発行会社の考え方も変化しつつあることがうかがえた。証券アナリストを「自社の鏡」、「経営に対する問題提起者」、「市場の声の代表」、「業界について幅広い情報を持つ頭脳集団」等と形容しているところがあり、大部分の会社がネガティブな評価であっても経営判断の材料として生かすよう努めていると述べていた。

このように評価自体については介入しないとの方針を示しつつも、一方で主幹事を選ぶときはどうしてもポジティブな評価をする証券アナリストの所属会社からということになりやすいとか、自社ではそのようなことはないが同業の他社ではネガティブな評価をする証券アナリストを冷遇しているところがあると述べた会社もあり、証券アナリストがネガティブな評価を行うことに対する圧力がなくなったと言うのは早計であると思われる。しかし、トレンドとしては発行会社の意識はかなり変わりつつあるとの印象を受けた。当協会としては上記のような発行会社の意識の変化を歓迎しつつも、ネガティブな評価も忌避せずに受容することがその企業にとっても、また資本市場にとってもプラスであることに理解を求め、証券アナリストの独立性を尊重するよう引き続き主張していきたいと考えている。

3. レポートにおける表現の問題

幾つかのヒアリング先から証券アナリストの発行会社に対する評価自体ではなく、そのレポート上での表現が不適切で、不快と感じるケースがときにあるとの指摘があった。しかし、そのような場合でも、表現は評価そのものと深くかかわるため、評価にクレームを付けたと受け止められることを懸念し、それを申し立てないとしているところが多かった。

会員が、綿密な調査・分析に基づき、合理的かつ十分な根拠を持って、発行会社にネガティブな評価を下した場合は、それをそのままレポートに記述することは当然であって、何らかの配慮からちゅうちょしたり、遠慮をすることは証券分析業務の独立性・公正性を損なうこととなる。しかし、その評価の記述に不適切、不用意な表現があった場合には、評価結果と表現されたものとの間にそごを生じることがあり、投資家に対して正確に当該証券アナリストの判断が伝わらない恐れがあるほか、発行会社との間で無用の摩擦を生ずるといったこともあり得るので、記述の際の表現にはできる限りの注意が望まれると言えよう。この点については、規律委員会が平成15年5月20日に公表した執務参考資料「アナリスト・レポート作成の際の留意事項」を参照されるようお願いしたい。

4. 取材などにおける言動

証券アナリストが取材に訪れた際の言動については、紳士的であり、特に問題があるケースは経験していないとする発行会社が大部分であった。ただ一部の会社から、ごく少数の証券アナリストについての例であるとしつつ、以下のような話があった。

- ・投資家を代表しているとの意気込みが強過ぎるせいか、証券アナリストが要求する情報を会社が出すのは当然であるという態度を取る人がいた。
- ・公開の席上で、ある証券アナリストが経営トップを相手に強い調子でその経営方針を論難し、経営はかくあるべしと主張したことがあったが、議論を行う場合でも相手方に対する相応の敬意は表すべきであるし、また多数の要素が複雑に絡む経営のあり方について一方的に自分の考えを主張するのはどうか。
- ・個別取材において、会社から話を引き出したいために故意に挑戦的な話し方をしているという印象を受けたことがあった。

5. データの提供に伴う問題

多くの発行会社から、証券アナリストへの対応において最も紛議を生じやすいのは求められたデータの提供を断った場合であるとの話があった。会社側としては、できるだけ要望に応じるよう努めているが、以下のような場合は提供を断ることがあるとするとところが多かった。

第一は、会社の方から見るとどのような意味があるか分からない細かいデータを要求していると考えられる場合である。第二は、競争相手の会社に伝わった場合にビジネス上の不利を招く恐れのある場合である。

第一の場合には、証券アナリストの立場からすると、そのデータを求めることに意味があるかも知れないので、なぜ必要なのかを説明してほしいとの要望があった。その説明に対しさらに会社が意見を述べるということで対話を深めていく結果、会社が納得する場合もあるし、逆に当該証券アナリストの分析手法に問題があることが明らかになるケースもあり得るので、両者にとって生産的であるとのことであった。

6. 業界出身の証券アナリストに対する要望

かつては、証券アナリストの大部分は証券会社や資産運用業界の出身者であったが、今回のヒアリングによれば多くの業種において、その業種ないしそれに関連の深い業種出身の証券アナリストが登場している。このような業界出身の証券アナリストについては、専門的知識の深さや経験に基づく独特の分析の視角などを評価する声があったが、その一方で、多くの会社から、そのような証券アナリストがレポートを執筆する際には、かつて勤務した会社の情報につき守秘義務を守るよう十分な注意が求められるとの指摘があった。

このような業界出身の証券アナリストの方におかれては、業界で習得した専門知識に加えて、投資理論、財務会計、経済学等の知識を充実して視野を広げるために、また証券アナリストと

しての職業倫理を学ぶためにも、当協会の証券アナリスト試験を受けていただくことが望ましいと考える。

7. 取材とレポートの執筆

各発行会社とも、自社に関するレポートを作成する際には、十分な取材をすることを要望している。レポートを作成するときはほとんどの証券アナリストはそのための個別取材に訪れるが、全く取材なしにネガティブなレポートを書かれたことがあるとする会社が若干あった。このように取材がないか、取材があっても、それが不十分な場合には、事実関係の誤りが生じやすく、また理解不十分なレポートが作成されることになりやすいとの指摘が多くの会社からあった。

また、一部の会社から、取材の以前から先入観に基づき、レポートのストーリーないしシナリオを決めており、それを裏付けるために組み上げた質問を行っているのではないかと印象を受ける場合があるとの指摘があった。

また、日ごろ証券アナリストから会社にとって悪い情報こそ積極的に出すべきだと言われているので、業績が悪化し株価が下落したとき説明のため情報を提供しようとしても、株価が高いときに比べると取材に訪れる証券アナリストが大幅に減少してしまうとの指摘があった。

8. 事実関係の誤りとそれに対する対応

自社に関するレポートにおいて、数字などの事実関係について間違いがあったケースがあると述べた会社がかかなりあったが、大部分が小さなミスでレポート全体に影響するものではなかったとしている。しかし、若干の会社からは、評価に影響するような事実関係の誤りがあり、訂正を申し入れたことがあるとの話があった。また、一部の会社から、数値の誤りを指摘したのに訂正に応じなかった、数値の訂正はしたが、会社から申し入れがあったので訂正したとの説明を付し、自らのミスではないかのごとき印象を与えたケースがあったとの指摘があった。会社側が事実の誤りであるとする場合も、実績数字の誤り等客観的で明確な誤りである場合と、分析過程や分析結果の評価にかかわる見解の相違の場合とがあり得るので一律には論じられないうが、客観的で明確な誤りについては、訂正が要望された場合は、速やかに対応する必要があると思われる。

■参考資料



社団法人日本証券アナリスト協会創立40周年を迎えて
—高度の職業倫理の維持に努め、資本市場の活性化に一層の貢献を—

社団法人 日本証券アナリスト協会
会 長 金 子 昌 資

はじめに

本年10月に社団法人日本証券アナリスト協会は創立40周年を迎えました。この40年の間に、証券アナリストという職業に対する社会の認知度は格段に高まりました。また協会の会員数も大幅に増大しました。会員数の推移を見ますと、第二次レベルの試験に合格したCMA（検定会員）の最初の誕生は1981年でしたが、その時の人数は241名でありました。それが本年10月には17,000人強に達し、これに個人一般会員、法人・賛助会員を加えますと会員総数は約17,800名となっております。また協会の事業の内容も年々充実してまいりました。かつて証券アナリストとしての仕事を経験した者としてこのような推移を見ると感無量のものがあります。

現在、日本経済は一部に持ち直しの動きが見られるものの、米国景気の先行き不安などもあって依然として厳しい状況にあり、証券アナリストが属する証券・金融界も厳しい経営環境に直面しております。

こうした中ではありますが、私は証券アナリストという専門的職業は、今後これまで以上に重要性を増していくと考えております。間接金融から直接金融へのシフト、すなわち資本市場の拡大という大きな流れは今後ますます加速していくことが確実であり、その資本市場が活性化され十分に機能を果たすためには証券アナリストは不可欠の存在であると考えからであります。

当協会としては、一段と効率的な事業運営を図りつつ、証券アナリストの育成、地位向上にさらなる努力を続けながら、わが国の証券アナリスト人口をより一層拡大していく方向で協会の関係事業を積極的に見直してまいりたいと考えております。

証券アナリストの役割と職業倫理の重要性

証券アナリストは、投資家のために投資情報の提供、投資推奨あるいは投資管理を行っているわけですが、これらの業務を通じ、日本の21世紀を牽引するリーディング産業の担い手企業に円滑な資金供給を行い、他方で高齢化社会において多様で魅力ある投資対象を投資家に提供することに貢献しています。その意味で、証券アナリストは資本の流れに影響を与えることを通じ、現下の日本経済の最大の課題である構造改革と高齢化社会への対応にも深くかかわる役割を果たしていると言ってもよいと思います。

このような重要な役割を証券アナリストが果たしていくためには、投資家からの信頼の確立が

本稿は、平成14年10月4日に開催された第17回日本証券アナリスト大会における、金子会長のメッセージを収録したものである。

前提となります。そして信頼の確立のためには専門家としての技術・知識の向上と並んで、職業倫理の維持・高揚が不可欠であります。

職業倫理を巡る米国の動き

皆様ご承知のように米国においては、証券アナリストに対する批判が昨年春ごろから始まりました。これに対応し、SIA（米国証券業者協会）などが対応措置を打ち出し、一時鎮静化したかに見えましたが、エンロンの破綻以来の一連の米国企業の不祥事が大きな問題となる中で、証券アナリストも批判の対象になったこと、ニューヨーク州の司法長官が異例にも証券アナリストの利益相反問題の調査に乗り出したこと等から、本年に入ってから証券アナリストを巡る問題が米国で大きな話題として取り上げられてきました。証券アナリスト批判の高まりに対応し、本年5月にはNASD（全米証券業協会）、NYSE（ニューヨーク証券取引所）が証券アナリストの利益相反に関する新たなレギュレーションを制定しました。

昨年以来の証券アナリスト批判によって、米国のリサーチ・アナリストに対する信頼は大きな影響を受けており、リサーチ・アナリストという専門的職業がかつてのような評価を取り戻すためには今後大変な努力が必要になっている状況であります。エンロンの事件では、ご承知のとおり、公認会計士に対して職業倫理の観点から厳しい批判があり、企業会計の監査のあり方にかかわる大きな制度改革が行われたところでもあります。このような米国における一連の事態は、証券アナリストや公認会計士といった知的専門職業が社会の信頼を得て、役割を果たしていくためには、専門的知識・能力と並んで高度の職業倫理の実践がいかに大切かを示すものであると考えます。

わが国における職業倫理への取り組み

日本でも昨年夏、ある証券アナリスト（当協会の会員ではありません）の作成したレポートの数字が正確性を欠いたためそのレポートを配布した証券会社が行政処分を受けるという事例があり、折から米国での証券アナリスト批判が話題になっていたこともあいまって、証券アナリストの職業倫理が注目を集めることとなりました。

このような事態を考慮し、私は昨年8月に会長に就任して以来職業倫理の確立を最重要施策として取り組んでまいりました。具体的には、職業倫理高揚のため取るべき施策のあり方につき規律委員会による検討を要請し、同委員会は昨年夏から本年1月にかけて精力的に審議を行いました。規律委員会の検討成果は、「証券アナリストの職業倫理を高めるために」というタイトルの文書にまとめられ、本年4月に全会員に配布されたところでもあります。その文書で提案された職業行為基準の改正案は6月の総会で承認され既に施行になっております。さらに、その他協会が行うべきものとして提言された施策も着実に実施してきております。

また、本年春には、ある会員が担当する会社の広告に登場するというケースがあったことから、この種のケースを職業倫理の観点からどう考えるべきかを規律委員会において検討を行い、その結果を取りまとめ発表したところでもあります。

「証券アナリストの職業倫理を高めるために」の中でも触れられておりますが、私は、証券アナリストの職業倫理を高めていくためには、二正面から取り組んでいく必要があると考えております。まず第一に、個々の証券アナリストが職業行為基準を遵守し、公正かつ客観的な証券分析業務を行うよう努めることが基本であります。同時に、その証券アナリストが所属する会社において証券分析業務の独立性、客観性が保持されるよう必要な体制や環境の整備が行われることも不可欠であります。

このため、本年の職業行為基準の改正におきましては、投資推奨等の業務に従事する会員による担当する証券に対する個人的投資の原則禁止、また、いわゆるリサーチ・フロントランニングの禁止の明確化など個人会員の守るべき義務を強化するとともに、法人会員が、その構成員である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規定を設けたところであります。

また、本年1月には日本証券業協会におかれては「証券会社における調査部門の在り方等に関する諸問題検討ワーキング」の検討結果に基づき、理事会決議「アナリスト・レポートの取扱い等について」が制定されました。この決議は、アナリスト・レポートにかかる社内審査、情報の管理、アナリストの意見の独立性の確保等に関し証券会社が守るべきルールを定めたものであります。これらに基づき、個人会員の皆様が職業倫理の実践に努められるとともに、個人会員が在籍する会社において証券分析業務の独立性、客観性を守るための体制や環境の整備が進捗することを切に望むものであります。

なお、日本証券業協会では、本年9月、金融庁の「証券市場の改革促進プログラム」を受け、前記ワーキングを再開され、最近における国際的な動向を踏まえつつ、上記理事会決議の見直しを始められたところであります。当協会としてもこのワーキングに積極的に参加し、証券アナリストの立場から意見を表明していくつもりであります。

投資家の信頼の確保と資本市場活性化への貢献

米国においては、企業会計の不正問題が米国資本主義のあり方の基本にかかわる問題として議論されている一方、わが国においても一部企業におけるスキャンダルが大きな話題となっております。これらの事例を通じ、痛切に感じますのは、信頼の崩壊は一日にして生じ得るが、その回復には年単位の時間を要するということです。わが国に比し、早くから証券アナリストという職業が確立し、その社会的な地位も高かった米国においても、一連の証券アナリスト批判により証券アナリスト、特にリサーチ・アナリストは、先ほど述べたように難しい状況に置かれております。

証券アナリストを巡る状況は、日米で同一ではなく、米国の状況がそのままわが国に当てはまるものではありません。しかし、グローバル化の進展により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、わが国資本市場関係者は、米国における事態を対岸の火事として見るべきではないと考えます。十分な注意を払わねば、わが国でも米国と同じような状況が生じないとは言えません。証券アナリストが、投資家に対する投資情報の提供、投資推奨、また投資管理を通

じて、資本市場の活性化、ひいてはわが国経済の再生に寄与するためにも、職業倫理を実践し社会の信頼を確保していくことは最優先の課題と考えます。当協会としても、今後引き続き職業倫理の確立を最優先の課題として取り組み、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生じた場合は、然るべき手続きにのっとり厳正な対応を行っていく所存であります。

40周年という記念すべき機会に、個人会員の皆様が改めて職業倫理の維持・高揚に思いを致され、また個人会員が所属する会社におかれても個人会員が独立性と客観性を持って証券分析業務に従事できるようにするための環境整備に一層の注力をされることを切に望むものであります。



米国における証券アナリストの利益相反問題

■アナリストへの批判の高まりと新規制（2002年5月）の導入

米国では、2001年の春ごろから、アナリストの独立性の問題を巡って、マスメディア、投資家、議会などからアナリストに対する批判が高まり、一部投資家が証券会社やアナリストを相手に訴訟を提起するといった動きまで起きた。その主たる背景は、2000年春までインターネット関連を中心に高騰した株価が、急激に下落し、IPO銘柄に投資した投資家などが大きな損失を被り、これら銘柄に関するリサーチ・レポートが客観的に、また独立して作成されたのかという疑念が高まったことにあった。

リサーチの客観性・公正性をめぐる一連の議論の中で指摘された具体的なポイントは、概ね次のようなものであった。

(1) 顧客の利益の最優先に関連した利益相反の問題

- ①アナリストが担当銘柄を保有することにより、顧客の利益よりアナリストの利益が優先されていることはないか。
- ②リサーチの客観性が投資銀行部門の業務への配慮から影響を受けていることはないか。

(2) 株価レーティングに関連した問題

- ①株価レーティングに使われている記号や用語の定義が曖昧で分かりにくいのではないか。
- ②買い推奨に比し、売り推奨が極端に少ないのではないか。

上記のような批判の高まりに対応して、証券業界の団体であるSIA（証券業者協会）が2001年6月に「リサーチのベスト・プラクティス（Best Practices for Research）」（業界の自主的ガイドライン、準拠は任意）を公表した。また、規制当局サイドでは、2001年前半、NASD（全米証券業協会）が規制の必要性について検討を始め、2001年7月に証券の投資推奨に関する開示規則（Rule 2210）の改正案を提示した。証券会社も社内規則の制定などの措置を取り、いったん事態は落ち着いたかに見えた。しかし、2001年秋以降、エンロンの破綻をきっかけに再びアナリストの利益相反問題が議論の対象となり、さらに2002年春にニューヨーク州のスπιッツァー司法長官がメルル・リンチ証券におけるアナリストの利益相反問題を追及するに至って新たな局面に発展した。

エンロンの破綻は、米国における資本主義のあり方を問う大きな事件となった。議論の中心はコーポレート・ガバナンスのあり方、会計基準および監査法人の問題であったが、アナリストの役割についても少なからぬ議論があり、批判があった。エンロンの財務の悪化にもかかわらず、

本稿は、『証券アナリストジャーナル』2002年5月、6月、10月、11月、12月の各号、および2003年1月、5月、6月、10月の各号の「職業倫理を巡って」欄に掲載された記事を再編して収録したものである。

買いや保持の株価レーティングを継続していたアナリストがいたためである。2002年2月には、上院の調査に四つの大手証券会社のエンロン担当アナリストが喚問された。アナリストに対する批判の第一は、なぜエンロンの財務の悪化を見抜けなかったかという点であった。第二に、アナリストが所属する証券会社の中にエンロンに対する投資銀行業務を提供しているところがあったが、この関係が株価レーティングにも影響したのではないかという点であった。これに対し、アナリスト側はエンロンがミスリーディングで不完全な情報しかアナリストに提供せず、監査法人により監査証明された財務諸表が会社の真の財務状態を示していなかった状況では適正な判断ができなかったと反論した。また、投資銀行部門の業務との関連については、チャイニーズ・ウォールがあるためエンロンの会計操作の道具立てとなったプライベート・パートナーシップに関する情報には接していなかったこと、社内の投資銀行部門から株価レーティングにつき圧力を受けたことはなかった旨反論した。

エンロン事件では、アナリストが批判の正面戦線に立ったわけではないが、関係者の対応措置もあって鎮まりかけていたアナリスト批判が再燃するきっかけとなり、また、コーポレート・ガバナンスのあり方、会計基準、監査法人、格付け機関などの問題とともに、アナリストについても、その役割を資本市場の健全性を維持するためのシステムの一環という観点から見直すという気運が高まったという点で、大きな意味を持つ事件となった。

NASDおよびNYSEの新規則

NASDおよびNYSE（ニューヨーク証券取引所）は、2002年2月7日、リサーチ・アナリストおよびリサーチ・レポートにかかわる規則案を発表した。同案はSECに提出され、同年5月10日付で承認された。その主要内容は次のとおりである。

- ・リサーチ部門の職員を投資銀行部門の管理または統制下に置くことの禁止および投資銀行部門によるリサーチ・レポートの事前チェックの原則禁止。
- ・アナリストの報酬を投資銀行部門の特定の取引に連動させることの禁止（ただし、証券会社は、アナリストが投資銀行部門に提供したサービスを含めて、アナリストの業績全般に基づき報酬を支払うことは禁止されない）。

証券会社に対し、アナリストが投資銀行部門の収益に基づき報酬を得たかどうかを開示することを義務付け。

- ・証券会社およびアナリストに対し、調査対象の会社との投資銀行業務にかかわる取引につき一定の開示義務を規定。
- ・IPOおよびセカンダリー・オファーにおいて発行会社の主幹事または副幹事をつとめた証券会社につき一定期間当該発行会社に関するリサーチ・レポートの発行を禁止。
- ・証券会社が投資銀行部門のビジネスの推進のため、発行会社に好意的なリサーチを提供することを禁止。
- ・アナリストが、担当業種の会社のIPO前にその証券を購入することの禁止。
- ・アナリストが、リサーチ・レポートの発表前後の一定期間に対象会社の発行証券を取引する

ことを原則禁止。

- ・証券会社およびアナリストに調査対象会社の証券の保有等につき開示を義務付け。
- ・証券会社は、自社の全投資推奨証券につき、買い・売り・保持の割合を開示するとともに、それぞれにつき投資銀行部門の顧客である会社の割合を開示することを義務付け。
- ・証券会社に、実際の価格変動とともに、アナリストが付したレーティングまたは目標株価並びにこれらを付した時点または変更した時点を示すチャートをリサーチ・レポートに掲載することを義務付け。

本規則の最初の草案は2001年7月に公表されたが、それと2002年5月にSECに承認されたものを比較すると、後者の方が、証券会社およびアナリストについて禁止される事項、開示を求められる事項の範囲がかなり広がった。これはエンロン事件が影響しているのではないと思われる。

■ニューヨーク州司法当局とメリル・リンチ社との和解

ニューヨーク州司法当局によるメリル・リンチ社の調査

アナリストを巡る問題に関し、新たな展開をもたらしたのは、ニューヨーク州の司法当局によるメリル・リンチ証券の調査である。同州のスピッツァー司法長官の指揮する司法当局は、独自の立場からメリル・リンチ社におけるリサーチ・アナリストと投資銀行部門との利益相反に関する問題を調査していた。2002年4月8日同長官は、メリル・リンチ社のアナリストが投資銀行部門の業務を拡大するため、同部門の顧客となる会社を好意的に推奨していると非難し、その証拠としてメリル・リンチ社の社内Eメールを公表した。同長官は、同社のアナリストが、社内Eメールにおいて仲間内ではけなしている会社を顧客に対しては買い推奨していると述べた。メリル・リンチ社は、当初これらメールは全体の文脈と切り離されて部分的に示されていると反論したが、後に株主総会で同社のコマンスキー CEOが、これらメールは同社の方針と反するものであり、悲しむべきものであるとし、同社の顧客、株主および従業員に謝罪すると述べた。スピッツァー長官は、メリル・リンチ社に対し、不正行為（wrong doing）を行ったことの承認、損失を被った投資家のためのファンド（restitution fund）の設置、投資銀行業務からのリサーチの独立性を確保するための機構改革などを求めて交渉を開始した。

これまでウォール・ストリートの証券会社にかかわる問題は、連邦政府の部局であるSECが取り扱うのが通常であり、州の司法長官が本件のような問題に乗り出すというのは極めて異例であった。スピッツァー司法長官は、州の証券に関する法であるマーチン法を根拠に調査を進め、成り行きによっては関係者の刑事訴追も辞さない方針を示していた。米国の州司法長官は選挙で選出される政治家であることから、同長官の行動には政治的動機があるとの見方もあり、当時の報道によれば、連邦議会の下院資本市場等小委員会のリチャード・ベーカー委員長は、州当局が本件に介入することに批判的であるとされた。しかし、社内メールの暴露という衝撃的な事態もあって、スピッツァー長官の動きはマスメディアの注目するところとなり、また他の州の当局も本

件に同調する動きも出てきた。メリル・リンチ社が、前ニューヨーク市長のジュリアーニ氏を顧問に委嘱したことも本件のパブリシティをさらに高めることになった。このような情勢を見てか、SECは、2002年4月末自らアナリストの利益相反問題に関し調査を開始し、主要証券会社約10社に資料の提出を求めるに至った。

ニューヨーク州司法当局とメリル・リンチ社との和解

2002年5月21日、メリル・リンチ社は、同社におけるリサーチ・アナリストと投資銀行部門との利益相反問題に関して、ニューヨーク州司法当局と和解に達した。ニューヨーク州司法当局のプレスリリース等によると、メリル・リンチ社がニューヨーク州および他49州に総額1億ドルの罰金を支払うことのほか、同社がとるべき方策として合意した事項は、概略次のとおりである。

- ・アナリストの評価および報酬の査定を投資銀行業務から分離し、アナリスト予測の正確性等、投資家の利益への貢献要素に基づき行うこと。
- ・投資銀行部門およびアナリストから独立した、投資推奨を承認するためのリサーチ・レビュー委員会を新たに設置すること。
- ・司法当局との合意内容の遵守状況をモニターする者を任命すること。その任命は、司法長官の承認を得て行うこと。
- ・リサーチの対象から会社を外す場合は、当該会社のリサーチの終了およびその理由を開示するためのレポートを発行すること。
- ・過去12カ月間に、同社がリサーチ対象会社から報酬を得たか、もしくは得ることになっているかどうかをリサーチ・レポートで開示すること。

この和解が発表された直後の報道によると、一方では、今回の和解について、リサーチの独立性に関する投資家の信用を取り戻すうえで重要なステップであり、アナリスト評価および報酬査定の投資銀行部門からの分離など、SECが2002年5月10日に承認したNASD、NYSEのルールよりも厳しい内容を含むとの評価があった。他方、次のような点について批判する向きもあった。

- ・当初ニューヨーク州司法長官が目指した調査部門と投資銀行部門の分離は見送られ、調査部門アナリストの投資銀行業務への参加は、一定条件下で容認されることとなったこと。
- ・今回の和解では、当初ニューヨーク州司法長官がメリル・リンチ社に求めていた、①不正行為（wrong doing）を行ったことおよび責任（liability）の存在を同社が承認するかどうか、また②損失を被った投資家のためにファンド（restitution fund）を設置すること、の2点について触れられていないこと。

調査部門と投資銀行部門との関係については、両者を分離し、投資銀行部門は独自にアナリストを有するべきであるとの批判がある一方、両部門それぞれに独自にアナリストを抱えることになれば調査コストが大幅に上昇するなど経営効率に大きな影響を与え、現実的ではない、また、全体として現在投資家に提供されている調査の水準を維持することができなくなるといった反論がなされてきた。メリル・リンチ社との和解は、これら意見の相違を踏まえたものと見られている。また、メリル・リンチ社による不正行為（wrong doing）の承認が見送られたのは、損害を

被った投資家からの訴訟の続出を懸念した同社の反対があったためと伝えられる。

■規制強化の動きと連邦／州当局による共同の取り組み

2002年春以来ニューヨーク州のスπιッツァー司法長官が、アナリストの利益相反問題に関し、マスメディアの注目を集める活発な調査活動を行ってきた一方で、遅れを取っていたかに見えたSECは夏以降積極的な姿勢に転じ、自ら複数の証券会社の調査に乗り出す一方、2002年8月初旬には「アナリスト・サーティフィケーション規則 (Regulation Analyst Certification)」を提案し、パブリック・コメントを求めた（同規則は2003年2月にSEC承認）。また、2002年7月30日に成立した企業改革法（サーベンス・オクスレー法）において、アナリストの利益相反問題にかかわる規制が新たに規定されたことを受け、SECは、2002年10月初旬、アナリストの利益相反に関するNASD/NYSE規則（2002年5月承認）を更に強化する改正案の要旨を発表した。

アナリスト・サーティフィケーション規則は、証券会社が発行するリサーチ・レポートにおいて、当該レポートが調査対象証券および調査対象会社に対するリサーチ・アナリストの個人的見解を正確に反映していること、および、そのリサーチ・レポートに掲載されている見解または特定の投資推奨に関して、そのアナリストが報酬を受け取ったかどうかにつき、明確で、はっきりと認識し得る宣誓を行わなければならないこと等を規定している。また、アナリストの利益相反に関するNASD／NYSE規則（2002年5月）の改正案は、アナリストの報酬を投資銀行部門の影響からさらに隔離するため、アナリストの報酬を社内に設ける委員会の検討と承認にかかわらしめることとし、かつその委員会が、アナリストによる投資銀行部門の業務全般に対する貢献を考慮することを禁止するとともに、アナリストが投資銀行部門の顧客または見込み顧客に対する勧誘またはいわゆる“ピッチ・ミーティング”に参加することを禁止すること等を提案した。

2002年春以来、SECとニューヨーク州司法当局の間では、ウォール・ストリートの証券会社を巡る問題の解決の主導権争いが続き、冷ややかな関係が続いてきたと見られていたが、2002年10月初、NYSEのイニシアティブで、両者の協力関係樹立の動きが進み、連邦の規制当局と州当局が共同してアナリストの利益相反問題と新規公開株の配分問題に取り組んでいくこととなった。

■連邦／州当局と大手証券会社との包括的和解

基本合意内容の公表（2002年12月）

リサーチ・アナリストにかかわる利益相反問題および新規公開株式の配分問題を調査してきたSEC、NASDおよびNYSE並びにニューヨーク州の司法当局は、包括的な和解という形でこれらの最終決着を図ることを目指し、2002年10月初からウォール街の主要証券会社と精力的な協議を続けた。協議は10月末ごろには相当煮詰まった段階に達したと伝えられた。しかし、11月に入ってからSECのピット委員長の辞任表明があったことなどから、予想より決着に時間を要し、クリスマス休暇入り直前の2002年12月20日に、基本合意された包括的和解の概要が発表された。この概要発表は、2002年12月中に決着という形を取るため急いで行われたものとみられ、詳細な合意文書、

また各社ごとの事案についての事実認定書は、後述のとおり、４ヶ月後の2003年４月に公表された。

最終的に成立した包括的和解の内容

証券アナリストの利益相反と新規公開株割り当てを巡る問題について、2003年４月28日に、米国規制当局と大手証券会社との間で最終的に決着した和解内容の詳細が公表された。和解の当事者は、当局側がSEC、ニューヨーク州司法当局、NASAA（北米証券行政担当者協議会）、NASD、NYSEおよび州規制当局であり、証券会社側は後掲表の10社である。

この和解は、証券会社における投資銀行部門のリサーチに対する不当な圧力に関して規制当局が合同調査に基づき民事告発した事実内容（注）について、証券10社が、当局との数カ月にわたる交渉を経て、その事実を肯定も否定もしないまま、証券取引法等の違反行為の差し止め命令、民事制裁金の支払い、不当利益返還、リサーチの独立性確保のための機構改革・諸方策の採用等に同意するに至ったものである。

（注）SECが裁判所（US District Court Southern District of New York）に提出した各証券会社に対する民事告発書そのものが、最終的な和解文書とともに公表された。10社はいずれも、1999年半ばから2001年半ばまたは後半にかけての期間、①投資銀行部門のアナリストに対する不当な影響力によってアナリストに生じた利益相反を、十分かつ適切な方法で管理することを怠っていたこと、②そうした利益相反について監督（supervise）していなかったこと、について告発されている。さらに、各社により該当の有無は異なるが、詐欺的（fraudulent）リサーチの発行、公正取引・信義誠実原則に基づかないリサーチの発行、リサーチ対価の授受と対価の非開示（引受幹事を務める証券会社が発行会社に関するレポートの発行を他の証券会社に対価を支払って依頼し、対価を受けた証券会社がレポートでその事実を開示しなかった行為）、IPO株のスピンング行為等が告発されている。

このように、複数の規制当局と大手証券会社10社が一度に和解するというのは異例のことであり、「包括的」和解（global settlement）と呼ばれるゆえんともなっているが、本件を一刻も早く決着して米国証券市場への信頼回復を図りたいとする当局と証券会社の意向を反映したものと考えられる。

最終的な包括的和解の内容は次のとおりである。

1. 和解金の支払い

- ・証券10社で総額約14億ドルを支払うこと。その内訳は、民事制裁金として４億8,750万ドル（メリルリンチが昨年４月のニューヨーク州司法当局との和解で支払った１億ドルを含む）、不当利益返還として３億8,750万ドル、独立系リサーチ基金に４億3,250万ドル、投資家教育基金（本件についてのみ10社のうち７社が支払う）に8,000万ドルである。証券規制に関する民事制裁金としては、総額、１社当たりの最高額（シティグループのソロモン・スミス・バーニー分）とも過去最高とされている。（各社ごとの内訳は別表参照。）
- ・民事制裁金、不当利益返還の総額８億7,500万ドルのうち、メリルリンチ支払い済みの１億ドルを除く、７億7,500万ドルの半額は、SEC、NYSE、NASDによる告発に対する和

解として支払われ、損害を被った投資家に対する給付基金（Distribution Fund）に充当される。残り半額は州政府に支払われ、同様の目的で使用されることが期待されている。給付基金は、SECの推薦に基づき裁判所が指名する管理人によって管理・運営され、告発書に陳述されている詐欺的レポート等の対象となった銘柄を一定期間に購入した投資家に対し支払われるとしている。

包括的和解に基づく各証券会社の支払金額

(単位：百万ドル)

会社名	民事制裁金	不当利益返還	独立系 リサーチ基金	投資家教育 基金	合 計
Bear Stearns	25	25	25	5	80
CSFB	75	75	50	0	200
Goldman Sachs	25	25	50	10	110
J. P. Morgan	25	25	25	5	80
Lehman Brothers	25	25	25	5	80
Merrill Lynch	100	0	75	25	200
Morgan Stanley	25	25	75	0	125
Piper Jaffray	12.5	12.5	7.5	0	32.5
SSB	150	150	75	25	400
UBS	25	25	25	5	80
合 計	487.5	387.5	432.5	80	1,387.5

(注) メリルリンチの民事制裁金1億ドルは、2002年5月にニューヨーク州司法当局との和解により支払われた金額。

2. リサーチ部門と投資銀行部門の分離

証券会社は、リサーチ部門と投資銀行部門の分離について、次の機構改革（structural reform）を実施すること。

- ・両部門間の情報の流れを物理的に遮断すること。
- ・報告ラインを完全に分離すること（リサーチは投資銀行部門に対してまたは同部門を通じて報告されることのないようにすること）。
- ・部門ごとに法務／コンプライアンス・スタッフを分けること。
- ・リサーチ部門への予算配分は、投資銀行部門の意見および同部門からの特定の収益の影響を受けることなく、投資銀行業務従事者以外のCEO等の会社幹部が決定すること。
- ・アナリストの報酬は、投資銀行部門の意見および同部門の収益に直接、間接的に基づいてはならず、リサーチの質と正確性を最重視してリサーチ部門の幹部および投資銀行業務従事者以外のCEO等の会社幹部が決定すること。また、リサーチ部門の幹部は、アナリストの報酬決定を文書化すること。
- ・アナリストの評価は、投資銀行業務従事者により行われることのないようにすること。
- ・投資銀行部門は、アナリストによる調査対象会社の決定（証券会社が発行するレポートでどの会社を調査対象とし、あるいは調査終了とするかどうか）には関与しないこと。
- ・ピッチおよびロードショー等の投資銀行部門の営業活動にアナリストが参加することを禁止すること。

- ・両部門の不適切なコミュニケーションを禁止するファイヤーウォールを設けること。ただし、リサーチ部門の幹部を通す、あるいは法務部スタッフが同席する等、所定の手続きに従ってアナリストが投資銀行部門の取引案件について意見を述べる場合などは除外される。
- ・証券会社による機構改革が確実に実施されているかどうか監視するため、証券会社の負担で独立の監視者（Independent Monitor）を置くこと。監視は最終的な和解成立の18カ月後に開始するものとし、監視者は監視開始後6カ月以内に報告書をSEC、NASD、NYSEに提出すること。

3. 開示の強化

- ・リサーチ・レポートの最初のページに、「証券会社はリサーチ・レポートで調査対象となっている会社と取引関係にあるか調査対象会社取引を求めており、したがって、投資家は、レポートの客観性に影響するような利益相反が証券会社に生じている可能性があることに注意すべきである」旨のいわゆる警告文を記載すること。
- ・証券会社が調査終了を決定した会社については、最終レポートを発行し、調査終了の旨とその理由を開示すること。
- ・証券会社は、四半期ごとに、各アナリストの氏名、レーティング、目標株価、EPS予測を含むアナリストのパフォーマンスを示すチャートを、証券会社のレーティング・システムに関する説明とともにホームページに掲載すること。

4. 独立系リサーチの提供

- ・投資家が客観的な投資助言にアクセスできるようにするため、証券会社は、最終的な和解の成立から5年間にわたり、三つ以上の独立系調査会社と契約を結び、自社の顧客がそれら独立系調査会社のリサーチを利用可能とすること。
- ・証券会社は、顧客口座報告書、リサーチ・レポートの最初のページ、およびホームページ上で、証券会社が調査対象としている銘柄について独立系調査会社のリサーチを利用することが可能である旨を顧客に通知すること。
- ・独立したリサーチの調達に関する最終的権限は、証券会社ごとに任命される独立したコンサルタントが有すること。

5. 投資家教育

- ・規制当局は、投資家教育基金（証券7社が支払う8,000万ドルを原資とする）を設けて、投資意思決定に必要な知識・技法を投資家に提供する教育プログラムを資金援助すること。

6. IPO株のスピン禁止に関する自主的な合意

- ・証券会社は、公開会社幹部に対し“hot” IPO株（発行直後の流通市場においてプレミアム付きで取引されるIPO株）の割り当てを行わない旨、規制当局に自主的に約束すること。これは、現行の法規制下では、証券会社が投資銀行業務獲得等を目的として会社の幹部に“hot” IPO株を割り当てる、いわゆる「スピン禁止」を禁止する明確な規定がないため、

規制当局が新たに禁止規定を設けるまでの間、証券会社が自主的にスピニングの禁止に合意するというものである。

包括的和解に対する評価

上記のとおり包括的和解が最終的に成立したのは2003年4月であるが、和解に対する関係者の評価・反応は、その基本合意内容が2002年12月に初めて公表された段階で既に示されており、次のようなものであった。

調査の段階から交渉の決着まで終始キー・パーソンであったニューヨーク州のスピッツァー司法長官は、「この合意はウォール街の機能のあり方を恒久的に変えるものである。調査および交渉の過程で、我々の目標は小口の投資家の利益を守り、市場に高潔さを回復することにあった。この合意に盛り込まれたルールはこれらの目的を達成するであろう。」と述べた。また、NASDのグラウバー会長は、「この和解は投資家の信頼を回復するために重大な意味を持つ一歩であり、証券業界が何よりも投資家に対して義務を負っていることを確認するものである。…リサーチとIPOについて浄化を行うことは単により倫理の問題ではなく、ビジネスの発展にかかわる問題である。」と述べた。また、SECとニューヨーク州司法当局が共同で本件に対処する体制を作るために仲介者として重要な役割を果たしたNYSEのグラッソ会長は、「何よりも大事なことは投資家の信頼を回復することである。…SEC、ニューヨーク州司法長官、その他関係当局が今回の和解成立のために行った努力の受益者は、85百万人の米国の投資家である。この合意は、自主規制機関が政府と協力しながら市場のすべての利用者のために利益となる改革を行うことができることを示す顕著な例である。」と述べた。

また、2002年12月21-22日付のファイナンシャル・タイムズ紙は、証券会社が自らの負担で独立系のサービスを提供するというスキームについては、その有効性につき疑問が呈されているとし、独立系の調査刊行物であるGrant's Interest Observer誌の編集者であるジェームス・グランツ氏の「ベア・マーケットはたくさんの悪いアイデアを生むがこのスキームは其中でも最悪のものである。利害関係のない独立の調査担当者が、証券会社の調査担当者に比し、個人投資家に対し、より正確で、有益な情報提供をするとは誰も言えない。」との発言を紹介している。そして、多くの業界関係者が個人的には同様の見方をしているが、このスキームを受け入れないとより過激な措置を取るよう迫られるためやむを得ず受け入れたものだと伝えている。

また2002年12月23日の同紙の社説は、今回の和解の内容につき一定の評価をしつつも、これで問題がすべて解決したとは言えないとしている。まず、アナリストの報酬に関し投資銀行部門からの隔離を進めることは、リサーチにかかわる最も重大な偏向の原因を抑制することにはなるが、アナリストの報酬の源泉に投資銀行部門の上げる利益が含まれる限り利益相反は残るとしている。また、証券会社が自己のリサーチとともに独立のリサーチを提供するというスキームについては、独立系のリサーチ会社が発展しないことに利益を有する大手の証券会社から寄付金を求めるのはおかしいこととしつつ、寄付金の拠出はプティックのリサーチ会社の成長を促す可能性があると述べている。ただし、そうなるかどうかは豊かな資金力を背景に高給を提供する大手の

証券会社との競争の中で、独立系のリサーチ会社が質の高い人材を集めることができるかが鍵になるとしている。さらに、本来はもっと多くの投資家が自分自身でリサーチのコストを支払うようになることが最も健全な方向の進展であるとしている。

2002年12月23日付のウォール・ストリート・ジャーナル紙のReview & Outlookにおける論評は全体として辛口の評価をしている。まず、この和解は、本件を早く決着してイメージの回復を図りたいウォール街の証券会社と法廷に案件を持ち出すことなく勝利を宣言したいスピッツァー司法長官の取引であるとしている。同論評は、また、スピッツァー氏の功績は、投資家が株式に関する無料のアドバイスをうのみにすることが危険であることを警告したことにあつたのに、今回の和解におけるリサーチ提供に関するスキームは、逆のメッセージを送ることになると述べている。さらに、スピッツァー氏は個人投資家のためにウォール街のビジネス・モデルを改善することを目標としたとしているが、もともと金融市場には個人の資産運用を助けるためにミューチュアル・ファンド、コマーシャル・バンク、あるいは専業ブローカーといった制度があり、株式の引受・販売に関し政府が特別にしなければならないことはないと述べている。

■NASDおよびNYSEの規則改正（2003年7月）

上述のように、SECは、2002年10月初旬、アナリストの利益相反に関するNASD/NYSE規則（2002年5月承認）を更に強化する改正案の要旨を発表した。改正案は、同時期に始まった規制当局と証券大手10社間の包括的和解を目指した協議の進展とその最終内容（2003年4月28日成立）、また、パブリック・コメントを踏まえて、所要の修正の上、2003年7月29日にSECにより承認された。NASD/NYSEの規則改正の概要は、次のとおりである。

・アナリストの報酬の投資銀行業務からの分離強化

社内にアナリストの報酬をレビュー、承認する報酬委員会を設置し、レビューにおいては、リサーチ・レポートの質などのアナリスト個人の実績、アナリストの投資推奨と株価との相関関係、投資銀行部門担当者を除く社内外の関係者による全般的評価（overall ratings）等を考慮すること。報酬委員会は、証券会社の取締役会に報告義務を負い、投資銀行部門の代表者を委員会のメンバーとすることはできない。また、報酬委員会は、アナリスト報酬のレビューおよび承認において、投資銀行部門全体に対するアナリストの貢献を考慮することはできない。

・ロックアップ期間終了日前後のリサーチ・レポート発行およびパブリック・アピアランスの禁止

証券発行の主幹事、副幹事となっている証券会社は、ロックアップ期間（発行後の価格急落を防ぐこと等を目的として、証券会社、発行会社、既存株主との間であらかじめ締結するロックアップ条項により、発行会社および既存株主が保有証券売却を禁止される、証券発行後の一定期間）の終了日前後の15日間、当該発行会社に関するリサーチ・レポート（買い推奨を行ういわゆる“booster shot” research report）の発行およびパブリック・アピアラン

スにおける投資推奨等を禁止される。

- ・ 休止期間（quiet period）適用対象の拡大

証券発行の主幹事、副幹事となっている証券会社は、IPOについては募集開始日から40日間、また、セカンダリー・オファーについては募集開始日から10日間、当該発行会社に関するリサーチ・レポートの発行を禁止されているが、このいわゆる「休止期間（quiet period）」の適用を主幹事・副幹事会社によるリサーチ・レポートの発行のみならず、パブリック・アピアランスにまで拡大すること。すなわち、上記の所定期間、パブリック・アピアランスも禁止される。

また、IPOについて引き受けまたはディーリング業務を行う証券会社（主幹事・副幹事以外）に対しても、新たに、25日間の「休止期間」（当該発行会社に関するリサーチ・レポートの発行およびパブリック・アピアランスの禁止期間）が適用される。

- ・ 投資銀行業務の顧客獲得のためのピッチへのアナリストの参加禁止

アナリストは、投資銀行業務の顧客獲得のためのピッチに参加すること、および投資銀行業務の獲得を目的として、発行会社とその他のコミュニケーションを行うことを禁止される。これにより、リサーチと投資銀行部門との分離が更に強化されるとしている。

- ・ リサーチ終了の開示

証券会社は、発行会社をリサーチの対象から外すこととした場合には、最終レポートを発行して、当該発行会社のリサーチを終了する旨を顧客に通知しなければならない。最終レポートには、原則として、最終の投資推奨またはレーティングを含んでいなければならない。

- ・ リサーチ・レポート発行前のレビューおよび承認の禁止対象者の拡大

既に投資銀行部門スタッフは、リサーチ・レポートの発行前に、レポートのレビューおよび承認を行うことを禁止されているが、投資銀行部門スタッフに加えて、リサーチについて直接責任を負わないその他の証券会社スタッフ（法務またはコンプライアンスのスタッフを除く）も同様の行為を禁止される。リサーチ・レポートの内容について、レポート発行前に、リサーチ部門と投資銀行部門を含む非リサーチ部門（non-research personnel）との間でコミュニケーションを行う場合には、法務またはコンプライアンスのスタッフが仲介することが求められる。

- ・ 投資銀行部門のアナリストに対する不当圧力行使の禁止

投資銀行部門は、投資銀行業務の既存・見込み顧客に悪影響を及ぼすと思われるリサーチ・レポートの発行またはパブリック・アピアランスを行うアナリストに対して、直接、間接的に不当な圧力を掛けることを禁止される。

- ・ 発行会社からの報酬に関する開示の強化

既に証券会社は、証券会社自体、その関係者（affiliate）、またはアナリストが、リサーチの対象である発行会社から投資銀行業務に関して報酬を得ている場合には、その旨をリサーチ・

レポートにおいて開示することが義務付けられているが、新たに、投資銀行業務以外の業務について発行会社から（過去12カ月間に）報酬を得ている場合もリサーチ・レポートにおける開示の対象とする。さらに、これらの報酬に関する開示を、パブリック・アピランスにも適用することとする。

・発行会社との関係に関する開示の強化

証券会社は、リサーチ対象の発行会社が、現在または過去12カ月間に、証券会社の顧客であるかどうかについて、また、顧客である場合には、発行会社に対し提供している業務の種類（①投資銀行業務、②投資銀行業務以外の証券関連業務、または③証券以外の業務）について、リサーチ・レポートで開示することが新たに義務付けられる。

・法務・コンプライアンスのスタッフによるアナリスト監督者の個人的取引の事前承認

リサーチの対象となっている発行会社のエクイティ証券について、アナリストを監督する者（リサーチ・ディレクター、スーパーバイザー・アナリスト等、アナリストのレポート作成に直接影響を及ぼす立場にある者）が個人的取引を行う場合には、法務・コンプライアンスのスタッフによる事前承認を得ることが、新たに義務付けられる。

・リサーチ・アナリストの登録、資格、継続教育

リサーチ・レポートの作成に主たる責任を有するリサーチ・アナリスト（もしくはレポートに名前が掲載されるアナリスト）は、NYSE/NASDにリサーチ・アナリストとして登録することが新たに義務付けられる。登録が受理されるためには、NYSE/NASDが指定するリサーチ・アナリストの資格試験に合格しなければならない。さらに、登録されているアナリストは、関連規則およびレギュレーション、倫理、およびプロフェッショナルとしての責任等に関する継続教育を受けることが義務付けられる。

（なお、NYSEでは、「スーパーバイザー・アナリスト」＜リサーチ・レポートの承認を行う責任者＞の資格試験・承認制度が以前から存在しているが、今回「スーパーバイザー・アナリスト」については承認制から登録制に変更され、さらに、「リサーチ・アナリスト」の資格試験・登録制度が新たに導入された。）



英国における証券アナリストの利益相反問題

■FSAによるディスカッション・ペーパー 15の公表（2002年7月）

米国においては、2001年春頃から、証券アナリストの独立性・客観性を巡る問題が、証券会社、投資家、議会、SEC、NASD、NYSEさらには連邦議会、州当局、裁判所まで巻き込んだ大きなニュースとなったが、ニューヨークと並ぶ国際金融市場であるロンドンを有する英国では当初それほど大きなニュースにはなっていなかった。しかし、2002年7月英国金融サービス機構（FSA）は、「投資調査：利益相反その他の問題（Investment Research : Conflicts & Other Issues）」と題するディスカッション・ペーパー 15を発表し、2002年10月末を期限としてパブリック・コメントを求めた。このペーパーの内容は、アナリストを巡る状況および証券・金融行政のスタイルが英国と米国で差があることを反映し、米国とはかなり異なるアプローチが示されていた。

同ペーパーは、まず現状認識として、英国においては、これまでのところ投資家から不公正なリサーチにつき具体的に監督当局に問題提起がなされたということはなく、米国に比べれば問題はそれほど顕著になっていないと述べ、以下のように英米で異なる点があったとしている。

- ①英国におけるITブームおよびその破綻は、米国におけるほど劇的ではなかったこと。
- ②米国においては、ITブームの過程でスター・アナリストのカルチャーが増大したが、英国ではそれほどではなかったこと。
- ③機関投資家が市場で優越している英国に比し、米国では個人投資家の割合が高く、かつこれらの投資家がスター・アナリストに影響を受けやすかったこと。
- ④英国の証券会社による投資推奨は、米国の証券会社のそれに比べて、よりバランスが取れていたと見られること。

しかしながら、ペーパーは同時に、ロンドン市場では米国市場で活躍している同じ証券会社が支配的なプレーヤーになっているとし、米国で見られるような問題を生じる可能性もあるとした。一例として、英国においても投資銀行部門の業務への配慮によりリサーチが影響されている可能性があるとし、アナリストが所属する証券会社が取引関係にある発行会社についての投資推奨は、取引関係がない発行会社についての投資推奨と比較すると構造的に平均よりも積極的であることを示す数字があるとしている。すなわち、FTSE100企業についてのアナリストの投資推奨を見ると、アナリストの所属する証券会社がアドバイザーを努めている企業に対しては、「買い」推奨が80%、「保持」推奨が18%、「売り」推奨が2%であるのに対し、アドバイザー関係のない企業については、「買い」推奨45%、「保持」推奨38%、「売り」推奨が18%であったとした。

また、利益相反等の問題が生じ得るケースとして、①アナリストまたは証券会社が自己の勘定

本稿は、『証券アナリストジャーナル』2002年10月号、2003年4月号の「職業倫理を巡って」欄に掲載された記事を再編し、最近の状況を補完して収録したものである。

で調査対象発行会社の証券に投資する場合、②調査対象の発行会社が証券会社やアナリストに圧力を加える場合、③アナリストが未公開の情報に接する場合、④アナリストが市場に強い影響力を有し、それを利用してレポートの発表前に投資を行う場合等を取り上げて解説するとともに、個人投資家がこうした利益相反の問題を認識していないことも問題としている。

そして、英国の現行の規制（FSAのハンドブックに掲載されているさまざまな原則、ルールなど）は、アナリストの業務だけを適用対象として想定したものではないが、上記のような問題にも対応するための関連規定を既に有していると述べる一方で、最近の状況に照らし、投資家保護の観点からこれらの見直しをする必要があるかどうか検討が必要であるとした。このような認識を示した上で、ディスカッション・ペーパーは、次のような点、すなわち、①英国市場では投資銀行業務との関係での利益相反問題がリサーチの客観性にどの程度影響を及ぼしているのか、②FSAによる現行の規制体系（業務原則および関連規約）は利益相反問題に十分に対応していると言えるか、③リサーチはリテール市場に対してはどのような影響を及ぼしているかについてパブリック・コメントを求めるとともに、今後取るべき措置として以下のように数個の選択肢を示し、これらについてもコメントを求めた。

考えられる選択肢

(1) 現状維持

アナリストの利益相反問題は英国市場では深刻な問題を生じておらず、現行の規制は適当であるとする立場。規制による介入は常に適当な結果を生むとは限らないので、市場の力が客観的なリサーチを推進することを期待する。

(2) 規制当局による監査巡視（Review Visits by the Regulator）

監査巡視を行い、各証券会社におけるアナリストの管理のあり方を比較し、また、管理方法が適切でない会社があった場合は、業界のベスト・プラクティスの採用を働きかける等を行う。

(3) 個人投資家の自覚と理解を向上させるための方策を取る

必要に応じ証券会社や業界団体とともにFSAが投資家の自覚と理解を高めるための施策を検討する。消費者教育の効果には限界もあるが、例えば次のような点につき理解を進めることが考えられる。

- ・リサーチは事実そのものではなく、偏向を免れない可能性があること。
- ・リサーチが提供する情報に基づく投資の短期的な優位性は、一次的な受け手である機関投資家はこれを享受することができるが、機関投資家より遅れてリサーチに接する個人では享受することが難しいこと。
- ・したがって、個人投資家は短期的な利得を目指すのではなく、長期的な観点から投資を行うべきであること。

(4) 追加的な規制ルール、ガイダンスの制定

FSAのハンドブックには、既にアナリストの利益相反にかかわる原則やルールが盛り込まれ

ているが、これらの実際の適用については業界で少なからぬ混乱があるので解説やガイダンスを示すことは意味がある。現在、一定の一般投資家向けの商品の宣伝に使用される資料については、内容、正確性、使用等に関しFSAの定める要件を満たすことが求められているが、アナリストのレポートについてももう少し詳細な要件を定めることも考えられる。EUの指令と整合性のある範囲で、米国SECが導入した措置を取り入れることも考えられる。

(5) 調査対象の会社によるアナリストに対する圧力の行使を防止するための措置

アナリストの調査の対象となる会社はさまざまな商業上の関係を証券会社と有しており、これによってアナリストに圧力がかけられることがあり得る。こういった関係をコントロールすることは容易ではない。しかし、投資家の信頼を高めるため、証券会社が調査対象会社から圧力を受けた場合、どのように対応するか等につき規制を及ぼすことも考えられる。

■FSAによるコンサルテーション・ペーパー 171の公表（2003年2月）

2003年2月にFSAが公表したコンサルテーション・ペーパー 171「利益相反：投資調査と証券発行（Conflicts of Interest：Investment Research and Issues of Securities）」によると、ディスカッション・ペーパー 15に対し寄せられた意見の大半は、投資銀行部門を有する証券会社のアナリストについては投資銀行業務との関係で利益相反が内在し、リサーチの客観性を損なっている可能性があることを認めるものであり、これら意見から次のような点が明らかにされたとしている。

- ①高度の基準（業務原則等）を有する現行規制体系は利益相反問題に対しても適切な枠組みを提供していると言えるが、現行の枠組みの中で利益相反を防止するための更に明確なガイダンスを示すことが必要であること。
- ②追加的なガイダンスは、英国市場と米国市場との差異に配慮する一方で、米国およびEUで導入されつつある規制と可能な限り整合性を保つべきであること。
- ③機関投資家向けの各種リサーチが第三者により要約あるいは編集され、メディア、インターネットを通じてリテール市場に流れているが、個人（リテール）投資家の多くは投資推奨の背後にある利益相反の存在に気付いていないため、個人投資家にもこの問題を周知させる必要があること。

また、同ペーパー 171において、FSAは、米国で顕在化した証券会社によるIPO株割り当ての濫用問題に対応して、英国の証券会社の投資銀行部門でも米国におけると同様の問題が存在するかどうか調査を行い、その結果、類似の弊害があり得るとして新たにガイダンスを設ける必要性を認識するに至ったとしている。

同ペーパー 171は、寄せられた意見および調査結果に基づき、投資リサーチ、企業金融業務の利益相反問題に関して会社が遵守すべき基準を明確化するFSAの業務行為規約（Conduct of Business）改正案（大部分がガイダンス、一部規則を含む）を提示し、2003年5月12日を期限としてパブリック・コメントを求めた。FSAは、会社および会社の監督責任者が利益相反を適切に管理、統制するための社内体制を構築することが肝要であるとし、ガイダンス案では、会社が採

用すべき方策に関する基準を示すことが主眼とされた。なお、FSAによる規制体系下では「ガイダンス」には会社に対する拘束力はない。

■FSAによるコンサルテーション・ペーパー 205の公表（2003年10月）

コンサルテーション・ペーパー 171で提示されたFSAの業務行為規約改正案に対し寄せられた意見に基づき、FSAは、更に、2003年10月にコンサルテーション・ペーパー 205「利益相反：投資調査と証券発行（Conflicts of Interest：Investment Research and Issues of Securities）」を公表した。本ペーパー 205において、FSAは、業務行為規約の最終改正案を示し、その一部（証券アナリストの個人的取引に関する規則/ガイダンス、企業金融業務における利益相反問題に関するガイダンス）を2004年2月1日に施行するとした。なお、一部項目についてはコンサルテーション・ペーパー 171の提案を修正した新規提案を行い、これについては2003年12月24日を期限としてパブリック・コメントを求めた。

なお、FSAは、これら利益相反問題に関する規則・ガイダンスの導入にあたっては、国際的な規制機関の動きと整合性をとることに配慮しており、最終改正案は、2003年9月に公表された証券監督者国際機構（IOSCO）の「セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則」の中核的措置と矛盾しないとしている。更に、EUの市場不正指令（Market Abuse Directive、2002年承認）および修正投資サービス指令（revised Investment Services Directive）の草案（2002年12月公布）における関連規定の内容にも概ね沿うものとしている。また、米国において導入されたアナリストの利益相反問題に関する規制は、これを参考として取り入れる一方で、①アナリストがリサーチ・レポートにおいてリサーチの客観性について自ら宣誓する“self-certification”制度、②独立系リサーチ機関によるリサーチを投資家に提供することを証券会社に義務付けること等は、有効性に疑問があるとして採用していない。

最終改正案の概要

コンサルテーション・ペーパー 205で示された業務行為規約の最終改正案の概要¹は次のとおりである。

[投資リサーチにおける利益相反問題に関するガイダンス]

- ・会社の方針として、リサーチの受け手となる顧客の利益と相反する恐れのある職務（法人顧客の資金調達業務など）に就いている者が、次の業務を行うことを許容することは適切ではない。
 - － アナリストを監督または管理すること。
 - － リサーチの内容またはその発行のタイミングを決定すること（リサーチにおける事実関係

1 コンサルテーション・ペーパー 205で示された最終改正案には、①投資リサーチにおける利益相反問題に関するガイダンス、②アナリストの個人的取引に関する規則/ガイダンスのほか、③IPO株割当ての濫用問題（スピニング等）に対応するために策定された、企業金融業務における利益相反問題に関するガイダンスが含まれるが、本稿では、証券アナリスト業務と直接関係しない③の概要紹介は割愛した。

を確認する場合を除く)。

- － アナリストの報酬を決定すること。
- ・アナリストは、所属会社またはその顧客（発行会社）の利益を代表するような活動（例えばロードショーへの参加）が、投資の客観的な評価または見通しの提供と矛盾すると考えられる場合は、当該活動に参加すべきではない。
- ・会社の方針として、企業金融業務の機会の調査、セールスまたはトレーディング・スタッフへのアイデアの提供、あるいは投資顧客に対する情報・助言の提供のために、アナリストの知識・情報を使用することは許容される。ただし、次の行為を許容することは不適切であると考えられる。
 - － 発行会社から業務を獲得するためのピッチ等、マーケティング活動にアナリストを使用すること。
 - － アナリストがロードショー等に参加して発行会社を代表するように見える方法で行動することを許容すること。
- ・アナリストの報酬体系は、客観的なリサーチの提供に矛盾するような動機をアナリストに与えることのないように設定されるべきである。また、アナリストの報酬は、特定の企業金融取引等にリンクさせるべきではないが、会社の収入全体にリンクさせることはできる。
- ・会社は、アナリストによる、投資または発行会社の評価ないし見通しが客観的なものとなるよう、次のような措置を採るべきである。
 - － アナリストまたはその他の従業員が、好意的なリサーチの提供を申し出ること、またはそのような要請を受け入れることを禁止すること。
 - － アナリスト以外の者（例えば、発行会社）がリサーチの内容をその発行前に承認することを禁止すること（リサーチにおける事実関係を確認する場合を除く）。

なお、コンサルテーション・ペーパー 171で提案されていた休止期間（quiet period）ルール、すなわち、IPOの（共同）幹事である会社または引受を行う会社が、目論見書発行後30日間、リサーチの発行またはパブリック・アピランスによる投資推奨等を行うことを禁止することは、ペーパー 205では取り下げられ、各会社の利益相反管理のための内規に委ねるとした。

また、ペーパー 171で提案されていた、会社が、ある投資または発行会社の調査を取りやめることとした場合には、その旨および理由を顧客に通知する措置については、EUの市場不正指令（MAD）の本案に関する規則実施を待って検討するとした。

更に、ペーパー 171で提案されていた利益相反に関する開示項目については、EUの市場不正指令（MDA）における開示規則の実施（2004年）を踏まえて引続き検討するとし、ペーパー 205の業務行為規約最終改正案には含まれていない。

[アナリストの個人的取引に関する規則／ガイダンス]

- ・アナリストは、顧客に公表または配布される、投資または発行会社に関するリサーチを作成する場合には、これらに係る個人的取引を行うことを禁止される。ただし、次の場合を除く。

- － アナリストが行った投資推奨に反しない個人的取引
- － 事情により、保有する投資またはポジションを現金化するために行う個人的取引で、会社が書面により許可した場合
- ・ 会社は、利益相反の性格を考慮して、次のような決定を行うことができる。
 - － アナリストの個人的取引を全面的に禁止すること。
 - － アナリストが投資または発行会社に関するリサーチを作成する場合には、これらに係るアナリストの個人的取引を禁止すること。
 - － リサーチ発行前後の一定期間についてアナリストの個人的取引を禁止すること。

また、会社の自己取引に関しても、会社が顧客に対するリサーチの公表または配布を予定している場合は、会社は、顧客が当該リサーチに基づき行動する適切な機会を有するに至るまで、当該投資に係る自己取引を意図的に行うことは禁止される。

新規提案

FSAは、コンサルテーション・ペーパー 171に対して寄せられた意見を踏まえて、新たに次のような提案を行い、コメントを求めた。

(1) リサーチの定義

利益相反問題の管理の対象となる「リサーチ」とは、投資価値について客観的な評価を行っているリサーチであるとの対外的に示される (held out to)、もしくはリサーチの受け手によってそのように認識されるリサーチであるとする。

これは、リサーチの定義が広すぎ、明らかにリサーチとはいえないもの（マーケティング資料等）まで含まれてしまう恐れがあるとの意見を受けて、修正されたものであるが、具体的に何が「客観的な」リサーチに該当するかは会社の経営幹部 (senior management) の判断に委ねるとしている。

(2) 利益相反を管理するための会社の方針

リサーチを提供する会社に対し、リサーチについて生じる恐れのある利益相反問題を管理するための方針を予め文書化して実施させることとするともに、当該方針を一般からの求めに応じて提供可能とすることを義務付けること。そのような方針は、会社の規模、組織体制、顧客の知識水準、投資対象の性格等を含む、会社のビジネス・モデルにとって適切なものでなければならないとし、会社の方針として最低限規定しなければならない項目^(注)を定めている。

(注) (a)利益相反の認識、(b)アナリストの監督・管理、(c)アナリストの報酬体制、(d)アナリストがリサーチ作成以外の活動に関与することが可能な範囲、(e)アナリスト等が、発行会社またはリサーチの内容に重要な利害を有するその他の者から受け取ることが可能な誘引 (inducements) の範囲、(f)リサーチの公表前にリサーチ案についてコメントできる者およびそのコメントを考慮するプロセス、(g)リサーチの発行・配布のタイミングと方法、(h)リサーチに含めることが適切な情報または開示。

FSAは、当初から、利益相反問題を適切に管理する責任は会社の経営幹部にあるという考え方を基本としているが、この新たな修正によって、会社および経営幹部の責任の比重を一層高めた。

(3) 適用対象となる会社および投資の種類

顧客に公表・配布するための投資リサーチを作成、または顧客に投資リサーチを公表・配布する会社（firm）を適用対象とし、また、「投資」対象には株式のほか、債券、デリバティブを含む。ただし、会社内での利用を目的として作成されるリサーチは除外される。

これは、投資リサーチにおける利益相反問題はセルサイドに限定されるものではなく、広範かつ多様な状況において発生し得るため、投資リサーチに関する改正業務行為規約が様々なタイプの会社に柔軟に適用されることが可能となるよう、敢えて“sell-side firms”とせず、上記のように規定し直すこととしたものである。また、投資対象についても、利益相反問題は株式に限定されるものではないとして、債券、デリバティブまで含めるとしている。これらは、EU指令およびIOSCO原則（第1章の脚注1）における内容とも合致するとしているが、米国ではセルサイドおよび主に株式について規制が導入された点と比べると適用対象がより広範になっているといえる。

コンサルテーション・ペーパー 205で公表された業務行為規約の最終改正案のうち、投資リサーチにおける利益相反問題に関するガイダンスについては、上述の新規提案に関するパブリック・コメントを受けて更に検討が行われているもようである。また、アナリストの個人的取引に関する規則/ガイダンスは2004年2月1日に施行される運びである。



IOSCOステートメント

セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則

100以上の国・地域からの証券監督当局等168のメンバーにより構成されるIOSCO（証券監督者国際機構）の専門委員会（日本の金融庁を含む、規模の大きい国際的な市場を有する15の国・地域の証券規制当局により構成）は、2003年9月25日に、IOSCOステートメント「セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則」（Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest）を公表した。

本ステートメントは、「セルサイド」アナリストの調査および投資推奨が利益相反によって影響を受けているとして、多くの国で批判があることにかんがみ、各国・地域の証券規制当局等が利益相反に対処するために考慮すべき諸原則および方策を示したものである。IOSCO専門委員会は、これら諸原則は、証券規制当局のみならず、自主規制機関、行為規範を有する業界団体、証券会社にとっても有用なものになっているとしている。

本ステートメントは、①アナリストが業務を行っているすべての国・地域に適用されるように策定された「原則」（Principles）、②法制度や市場の発展度合にかかわらず、すべての国・地域に適用されるような、原則を実施する上で重要な「中核的措置（Core Measures）」、③すべての国・地域に適用されることを意図したものではないが、国・地域によっては、原則を実施する上で採用することが有益であると考えられる「その他措置（Other Measures）」の三つで構成されている。

これらの原則および措置は、各国・地域の証券規制当局等（IOSCOのメンバー）に対する法的な拘束力を持つものではなく、原則および措置を採用するかどうかは、各国・地域における法規制の構造および市場の特徴等を勘案して、各証券規制当局等の自主的な判断に委ねられている。しかしながら、IOSCO専門委員会は、本ステートメントは、証券アナリストの監督の改善を望んでいる国・地域にとって有益な手助けとなり、また、規制アプローチの取れんに資するであろうとしている。

このステートメントは主要国当局のコンセンサスを反映していると考えられ、上記専門委員会の述べているように、今後本件に関する事実上のグローバル・スタンダードになると思われることから、以下に同ステートメントの日本語訳（金融庁訳、一部抄訳）およびその英語原文を掲載する。

セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則

IOSCO（証券監督者国際機構）専門委員会声明（ステートメント）

2003年9月25日

Ⅰ. 序文

1. 証券規制当局の主要な目的は、IOSCO（証券監督者国際機構）の「証券規制の目的と原則」に示されているように、投資家の保護、公正・効率的・透明な市場の確保及びシステミック・リスクの削減である。証券発行体及び証券に関する情報の適時かつ正確な流れが、これらの目的達成のための基礎的条件である。しかしながら、情報の量は、多くの投資家にとって過大であり得る。証券アナリストは、幅広い情報を理解しようとする投資家に対し、価値ある洞察を提供することができる。証券アナリストは、会社・業界の研究や原データの分析を行い、また、見通しを示し、証券取引の推奨を行うこともある。
2. IOSCO専門委員会は、特に、「セルサイド」アナリスト（すなわちブローカー＝ディーラーや投資銀行のような総合サービスを提供する証券会社の調査部門により雇用されている証券アナリスト）は、その独立かつ偏りのない意見を投資家に提供する能力を妥協させ得る利益相反に直面し得る。セルサイド・アナリストのみがこのような利益相反に直面しているものではない。しかしながら、セルサイド・アナリストがその所属する組織において複数の役割を果たし得ることから、投資家保護の観点から、特別な問題を生じさせる可能性がある。実際、偏った調査により、投資家が被害を受け、市場の公正性・効率性・透明性が損われることがある。
3. 本声明に示されている原則はセルサイド・アナリストの活動に焦点を当てているものであるが、これらの原則の多くは、他の種類の証券アナリストにも同様に適用することが可能かもしれない。
4. アナリストの利益相反が投資家保護上問題を生じさせるとの問題意識に基づき、IOSCO専門委員会は、アナリストが直面する利益相反及び証券規制当局がこれらの利益相反に対処するために抛るべき方法について検討した。
5. IOSCO専門委員会は、証券アナリストの行為等は、一般に、①アナリストを雇用する会社、②自主規制機関（SRO）、③政府の規制当局その他権限ある証券規制当局、④専門団体によるモニター・監督を受けていることを見出した。これら4種類の監督すべてがあらゆる国・地域（以下「国」）で存在するものではない。これらの各主体による監督の程度は、国によって異なり、また一国の中でも個々のアナリストの地位や職務によって異なる。
6. IOSCO専門委員会はまた、多くの規制当局、自主規制機関や専門団体が、アナリストの直面する利益相反に対処するための法律、規制や規範を提案していることを見出した。新たなガ

イドライン等を策定するかどうかについて積極的に検討している国もある。

7. このような取組みから、IOSCO専門委員会は、証券アナリストの利益相反に関する一連のIOSCOの原則は、証券アナリストの監督の改善を望んでいる国にとって有益な手助けとなり、また規制アプローチの収斂に資するであろうと結論づけた。
8. 規制当局、投資家、会社やアナリストにとっての主な目的は、アナリストがその顧客のために作成する調査が客観的、明確、公正かつ誤解を生じさせないものとなるような環境を整備することである。この目的達成を助けるため、IOSCO専門委員会の原則は、
 - a. アナリストが直面する利益相反の識別、及びその排除、回避、管理又は開示
 - b. アナリスト及びその調査の誠実性
 - c. アナリストが直面する利益相反及びその可能性に関する投資家教育に焦点を当てている。
9. 本声明に示されている原則は、アナリストの直面する利益相反に関する主要な課題に対処することを意図している。これらの原則は、アナリストが活動するすべての国に適用されるように策定されている。しかしながら、IOSCO専門委員会は、IOSCOメンバーによって、法律・規制の構造及び市場の特徴が異なることを認識している。このため、IOSCOメンバー国は、これらの原則を自らの市場に合わせて実施すべきである。
10. アナリストの利益相反に対処するための規制や会社の内部ルール等は、各原則に含まれている目的が実態上回避されることのないように立案されるべきである。
11. IOSCO専門委員会は、アナリストの利益相反に対処するための「すべてにあてはまる（one-size-fits-all）」アプローチは存在しないことを認識しているが、原則の実施に当たり、一定の中核的措置（Core Measures）が非常に重要（critical）であることに合意している。これらの中核的措置（Core Measures）は、法制度や市場の発展度合にかかわらず、すべての国に適用されることを意図している。しかしながら、以下に述べるとおり、中核的措置の実施方法については、各国の固有の法的枠組み、法的権限及び市場の特徴を勘案して、国によって異なり得る。
12. この声明には、原則に示されている目標を実現するためにIOSCOメンバー国が採用することがあり得る追加的な措置の例が挙げられている。これらの措置は、中核的措置とは異なり、すべての国に適用されることを意図しているものでは必ずしもない。これらの措置は、原則の実施に当たって、会社、自主規制機関や規制当局が各市場や法制度に合わせて検討することを望むかもしれない追加的な措置である。
13. 原則、中核的措置、その他措置のいずれも、それ自体がそのまま規制、ルール、行為規範又は会社の内部ルールとして用いられるために策定されたものではない。むしろ、原則及び措置の基礎をなす目的や概念は、各市場や法制度がいかに機能するかを勘案しつつ規制、ルールや規範を採用するに当たって考慮されるべきである。

14. IOSCO専門委員会は、必要に応じて、原則及び措置を見直す考えである。
15. IOSCO専門委員会はまた、IOSCOメンバーによる原則の実施状況をモニターする考えである。

II. 原則

アナリストが直面する利益相反及びその可能性は、国ごとに、さらには会社ごとに異なる。しかしながら、IOSCO専門委員会は、利益相反に対処するためには、根本的な問題として、利益相反を排除又は管理する仕組みが必要であることに合意する。したがって、証券規制当局、自主規制機関や会社は、利益相反の種類を分析し、これらの利益相反を排除、制限、管理又は開示するための措置を講じるべきである。

これらの措置の形式は、各国の市場環境と法制度に合わせなければならない。固有の状況に応じて、規制当局、自主規制機関や会社は、制限又は禁止を通じてより適切に管理されるような利益相反がある一方、開示を通じてより適切に対処され得る利益相反もあると判断するかもしれない。同様に、規制当局等は、規制によってのみ適切に管理され得る利益相反があると判断するかもしれない。会社内部の仕組みによって最も適切に対処され得る利益相反があるかもしれない。この場合、会社は、規制当局や市場が満足できるように利益相反が対処されることを確保することについて、責任を有する。結果として、アナリストの利益相反に対処するための仕組みは、以下の形式を取り得る。

- ・政府の規制
- ・独立した、非政府の法定規制機関による規則
- ・自主規制機関による拘束力のあるルール
- ・厳格に適用・執行される業界規範

アナリストの利益相反を排除、回避、管理又は開示するために講じられる仕組みを問わず、以下の原則は、監督システム全体で対処すべき主要分野を示す。

1. アナリストの証券取引及び金融上の利害関係

【原則1】 アナリストの証券取引活動や金融上の利害関係が、当該アナリストの調査及び推奨を歪めることのないような仕組みが存在するべきである。

【中核的措置】

- コンプライアンス部門又は法務部門による事前承認を条件とした特別の状況を除き、アナリストが、調査対象の発行体の証券又は関連デリバティブについて、自ら表明した推奨に反する取引を行うことを禁止する。
- アナリストが、自らが役員、取締役又は監査役会の一員となっている発行体を調査対象と

することを禁止し、アナリストの親族又は関係者が役員、取締役又は監査役会の一員となっている発行体を調査対象とすることについて開示することをアナリストに義務づける。この代替措置として、アナリスト本人またはその親族・関係者が調査対象の発行体の役員、取締役又は監査役会の一員となっている場合に、これを公表することをアナリストに義務づける。

- アナリストが、発行体に関するレポートの公表前に、当該発行体に係る証券又は関連デリバティブを取引することを禁止する。
- アナリストが調査対象の発行体との間に投資関係又は金融上の利害関係を有する場合に、これを公表することをアナリスト又はアナリストを雇用する会社に義務づける。

【その他措置】

- アナリストが、調査対象の発行体・業界の証券又は関連するデリバティブの取引を行うことを禁止する。
- アナリスト・レポートの発行前後に、アナリストの証券取引について「保持期間 (holding period)」を義務づける。

2. 会社の金融上の利害関係及び事業上の関係

【原則2.1】アナリストの調査及び推奨が、当該アナリストを雇用する会社の証券取引活動や金融上の利害関係によって歪められることのないような仕組みが存在するべきである。

【中核的措置】

- アナリストを雇用する会社が、アナリストの調査対象の発行体の証券販売の促進をしている場合、又はアナリストの調査対象の発行体と重大な金融上の利害関係を有している場合には、これを公表することをアナリスト又はアナリストを雇用する会社に義務づける。
- アナリストを雇用する会社に雇用されている又は関連する個人が、アナリストの調査対象の発行体の役員、取締役又は監査役会の一員となっている場合には、これを公表することをアナリスト又はアナリストを雇用する会社に義務づける。
- アナリストを雇用する会社が、アナリストによる調査の公表前に、調査対象の発行体の証券又は関連するデリバティブについて、不適切に取引を行うことを禁止する。

【その他措置】

- アナリストが、アナリストを雇用する会社の役職員が役員、取締役又は監査役会の一員となっている会社を調査対象とすることを禁止する。
- アナリスト又はアナリストを雇用する会社が、一定期間経過後に、調査レポートを規制当局、自主規制機関や独立当局に提出するか、又は公表することを義務づける。

【原則2.2】 アナリストの調査及び推奨が、当該アナリストを雇用する会社の事業上の関係によって歪められることのないような仕組みが存在するべきである。

【中核的措置】

- 利益相反の可能性を防ぐとともに、アナリストを雇用する会社の他の者がアナリストの調査に影響を与えようとすることを防ぐために、アナリストと当該アナリストを雇用する会社の他の部門の間に堅固な情報隔壁を構築する。
- アナリストを雇用する会社が、将来又は継続的な事業上の関係・サービス又は投資の見返りに、発行体に対して、好意的な調査、特定の格付又は特定の目標株価を約束することを禁止する。
- アナリストが、投資銀行業務のセールス・ピッチ（売込活動）とロードショーに参加することを禁止する。

【その他措置】

- アナリストを雇用する会社が、アナリストの調査対象の発行体との間に、投資銀行業務に係る取引関係を模索しているか、有しているか又は最近有していた場合には、これを開示することをアナリスト又はアナリストを雇用する会社に義務づける。
- アナリストを雇用する証券会社の引受等により証券の募集を行う場合は、その直前・直後に「沈黙期間（quiet period）」を義務づけ、その間、当該アナリストは当該発行体に関する調査レポートを公表することができないものとする。
- 調査対象とする発行体の選択基準を開示するとともに、発行体を調査対象とすることを止めた場合に速やかに通知することをアナリストに義務づける。
- 調査レポートであれ、公の場であれ、アナリストが表明する意見及び推奨は、自ら実際に持つものである旨を宣誓認証することをアナリストに義務づける。

3. アナリストの報告体系及び報酬

【原則3】 アナリストの報告体系と報酬枠組みは、利益相反及びその可能性を排除し、又は厳しく制限するように構築されるべきである。

【中核的措置】

- アナリストが投資銀行機能に対して報告を行うことを禁止する。
- アナリストの報酬を特定の投資銀行取引に直接関連づけることを禁止する。
- アナリストの独立性を確保するために、報告体系及び報酬構造を守るための仕組みを会社内で採用する。
- 投資銀行部門がコンプライアンス部門又は法務部門の監督の下で調査レポートの事実関係の正確性をその公表前にレビューする場合を除き、投資銀行部門がアナリストのレポート又は推奨を事前承認することを禁止する。

【その他措置】

- アナリストがどのように報酬を受けているか、また誰に報告しているかを開示することをアナリスト又はアナリストを雇用する会社に義務づける。
- アナリストの受け取る報酬が投資銀行業務の収入と完全に又は部分的に連動している場合に、これを開示することをアナリスト又はアナリストを雇用する会社に義務づける。
- アナリストが投資銀行活動に参加することを禁止する。

4. 法令遵守システム及び経営幹部の責任

【原則4】 アナリストを雇用する会社は、アナリストの利益相反及びその可能性を識別するとともに、これを排除、管理又は開示するための書面による内部手続又は内部統制を構築するべきである。

【中核的措置】

- アナリストの利益相反及びその可能性に対処するための書面による内部手続を持つことをアナリストを雇用する会社に義務づける。(主規制機関又は業界団体により要求されるものもある。)

5. 外部からの影響

【原則5】 発行体、機関投資家その他外部の者からのアナリストに対する不当な影響は、排除又は管理されるべきである。

【中核的措置】

- 発行体又は第三者が、調査レポートに関連して、報酬その他の利益を提供したかどうかを開示することをアナリスト又はアナリストを雇用する会社に義務づける。
- 法律又は規制により具体的に認められる場合を除き、発行体が、重要な情報を一部のアナリストに対してのみ開示し、その他のアナリストには開示しないことを禁止する。

【その他措置】

- 標準的な内部手続に従って調査レポートを幅広く又は一斉に配布することをアナリスト又はアナリストを雇用する会社に義務づける。
- 調査レポートの配布に係る方針及び手続を開示することをアナリスト又はアナリストを雇用する会社に義務づける。
- アナリストが、調査対象の発行体、機関投資家その他外部の主体から、別途報酬を受け取ることを禁止するか、又は別途報酬を受け取ることを開示することを義務づける。

6. 開示（ディスクロージャー）の明瞭性・特定性・顕著性

【原則6】 利益相反及びその可能性の開示（ディスクロージャー）は、完全、適時、明確、正確、詳細、特定かつ目立つものであるべきである。

7. 誠実性及び倫理的行動

【原則7】 アナリストは、高い誠実基準を保持するべきである。

【中核的措置】

- 顧客に対し誠実かつ公正に行動するよう、アナリスト及びアナリストを雇用する会社に一般的な法的義務を課する。
- アナリスト及びアナリストを雇用する会社が、誤解を招くような、又は詐欺的な方法で活動することを禁止する。

【その他措置】

- アナリストに適性要件を課すか、さもなければ、犯罪歴のある者又は明らかに誠実性が劣る者がアナリストとして雇用されることを永久に又は一定期間禁止する。
- アナリストとしての法的・倫理的義務に係る知識を試すための定期的な試験を受けることをアナリストに義務づける。
- アナリストの懲罰に係る記録を公表する。
- 投資家に配布される調査レポートにおいて専門的履歴を開示することをアナリストに義務づける。
- メディアを通じて発行体に関するコメント又は推奨を行う場合に、本名及び資格状況を開示することをアナリストに義務づける。
- 推奨を行うときに用いる用語を定義することをアナリストに義務づける。
- 一定期間内に行う様々な種類の推奨（例：「売り」、「中立」、「買い」）の数値の内訳の比較（パーセンテージ又は割合）を開示することをアナリストに義務づける。
- 過去に見通した目標株価と見通した日から一定期間の実際の株価との比較を開示することをアナリストに義務づける。
- アナリストのレポートに、推奨の基礎となる仮定についての吟味を記載するとともに、仮定の変更がアナリストの出した結論に与える影響についての投資家の理解に資するためにセンシティビティ・アナリシス（感応度分析）を記載することをアナリストに義務づける。

8. 投資家教育

【原則8】 投資家教育は、アナリストの利益相反に対処するために重要な役割を果たすべきである。

**IOSCO STATEMENT OF PRINCIPLES FOR ADDRESSING
SELL-SIDE SECURITIES ANALYST CONFLICTS OF INTEREST**

**A Statement of the Technical Committee
of the
International Organization of Securities Commissions**

25 SEPTEMBER 2003

I. INTRODUCTION

1. The primary objectives of securities regulators, as described in IOSCO's Objectives and Principles of Securities Regulation, are protecting investors, ensuring that markets are fair, efficient and transparent, and reducing systemic risk.¹ The flow of timely and accurate information about issuers and securities is fundamental to achieving these objectives. However, the volume of this information can be daunting to many investors. Securities analysts can provide valuable insights to investors trying to make sense of a wide range of information. They study companies and industries, analyze raw data, and may make forecasts or recommendations about whether to buy, hold or sell securities.
2. The Technical Committee recognizes that "sell-side" analysts², in particular — *i.e.*, securities analysts employed by the research departments of full-service investment firms such as broker-dealers and investment banks — can face conflicts of interest that may compromise their abilities to offer investors independent, unbiased opinions. Sell-side analysts are by no means alone in facing such conflicts of interest and concepts developed in this work could be used in other areas. But the multiple roles these analysts may play within their organizations can pose special problems with respect to investor protection. Indeed, it can result in biased research that harms investors and undermines the fairness, efficiency and transparency of markets.
3. Although focusing on the activities of sell-side analysts, many of these principles and mechanisms for implementing the principles may be equally applicable to other types of securities analysts.
4. Because of concerns that analyst conflicts of interest pose problems for investor protection, the Technical Committee has examined the conflicts of interest analysts face and the methods securities regulators rely on to address these conflicts. The Technical Committee's review is summarized in the attached report (the "Report on Securities Analysts") that outlines the types of conflicts of interest analysts face, along with the legislative, regulatory and private-sector mechanisms in place or contemplated to eliminate or manage these conflicts.³

¹ See IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation (September 1998).

² For the purposes of these Principles, the term "analyst" refers to sell-side securities research analysts.

³ See [Securities Analyst Project Team Report reference]

5. The Technical Committee found that, generally, the conduct and professionalism of securities analysts is monitored and supervised by (1) the firms that employ analysts, (2) self-regulatory organizations (SROs), (3) government regulators or other authorized securities regulatory authorities, and/or (4) professional associations. Not all of these four types of oversight are present in all jurisdictions, and the degree of oversight conducted by each of these types of bodies varies by jurisdiction and even within a given jurisdiction, depending on the positions and duties of a particular analyst.
6. The Technical Committee also found that a number of regulators, SROs, and professional associations have recently proposed new statutes, regulations, rules or codes designed to address these conflicts. Other jurisdictions are actively considering whether to adopt new guidelines or requirements to eliminate, manage or disclose analyst conflicts of interest.
7. Given such activity, the Technical Committee has concluded that a set of IOSCO principles regarding analyst conflicts of interest would be a valuable tool for IOSCO jurisdictions wishing to improve their oversight of securities analysts and would assist in the convergence of regulatory approaches.
8. A primary objective for regulators, investors, firms and analysts alike is an environment where research produced by analysts for clients is objective, clear, fair and not misleading. To help achieve this objective, the principles developed by IOSCO's Technical Committee focus on:
 - a. The identification and elimination, avoidance, management or disclosure of conflicts of interest faced by analysts;
 - b. The integrity of analysts and their research; and
 - c. The education of investors concerning the actual and potential conflicts of interest analysts face.
9. The principles are intended to address the key issues regarding analyst conflicts of interest. They are designed to apply to all jurisdictions where analysts operate. However, the Technical Committee is cognizant that legal and regulatory structures and market characteristics vary among IOSCO jurisdictions. Consequently, IOSCO jurisdictions should tailor implementation of these principles to their own markets.
10. These principles identify key objectives that a robust system of oversight will strive to achieve and particular areas on which such a system may focus. Specific regulations, codes of conduct and internal firm rules addressing analyst conflicts of interest should be designed to ensure that objectives contained within each principle are not circumvented in practice.
11. While the Technical Committee recognizes that there is no "one-size-fits-all" approach to addressing analyst conflicts of interest, the Technical Committee agrees that certain core measures are critical to give effect to these principles. These core measures are intended to apply in all jurisdictions, regardless of their legal systems or level of market development. However, as noted below, jurisdictions may vary in how the core measures

are implemented, with each jurisdiction taking into consideration its particular legal framework, legislative powers, and market characteristics.

12. The Statement also includes examples of additional measures IOSCO jurisdictions might adopt to give effect to the goals laid out in the principles. Unlike the core measures, these measures are not necessarily intended for all jurisdictions. Rather, these are additional measures that firms, SROs or regulators may wish to consider in giving effect to the principles, tailored according to each market and legal system.
13. The approaches described as core measures and other measures are broad descriptions of specific objectives government and non-government regulators, SROs and firms should seek to achieve in implementing each Principle. Consequently, neither the Principles nor the core measures and other measures describing how the Principles are given effect are designed themselves to serve as regulations, rules, specific codes of conduct or internal firm rules. Rather, the objectives and concepts underlying the Principles and measures should be considered in adopting regulations, rules or codes of conduct in ways that take into account how a particular market or legal system functions.
14. The principles themselves and the measures described in this Statement are not intended to be all-inclusive. Rather, this Statement reflects the current understanding of the Technical Committee of the types of conflicts of interest analysts face and how these conflicts can be addressed. The Technical Committee intends to review these principles and measures on an ongoing basis and revise them if need be.
15. The IOSCO Technical Committee also intends to monitor implementation of these principles among its members.

II. PRINCIPLES

As noted in the Technical Committee's Report on Securities Analysts, the actual and potential conflicts of interest analysts face differ from jurisdiction to jurisdiction, and even from firm to firm. However, the Technical Committee agrees that, as a fundamental matter, addressing these conflicts requires mechanisms that eliminate or manage the conflicts of interest. Consequently, securities regulators, SROs or firms, as appropriate, should analyze the types of conflicts of interest that exist and adopt measures that eliminate, limit, manage or disclose these conflicts.

The form these measures take must be tailored according to local market circumstances and each jurisdiction's legal system. Depending on their own circumstances, regulators, SROs or firms may decide that some conflicts are better managed through limitations or prohibitions, while others are better addressed through disclosure. Likewise, they may decide that some conflicts of interest can only be managed through regulatory requirements. In other cases, the nature of a conflict may be best addressed through internal firm mechanisms, with the firm responsible for ensuring that a recognized conflict is addressed to the satisfaction of regulators or the market. As a result, mechanisms for addressing analyst conflicts of interest may take the form of:

- Government regulation;

- Regulations imposed by an independent, non-governmental statutory regulator;
- Binding rules imposed by an SRO; or
- Industry codes of conduct that are strictly applied and enforced.

Regardless of the specific mechanism employed to eliminate, avoid, manage or disclose analyst conflicts of interest, the following principles identify key areas that the overall oversight system should address.

1. Analyst Trading and Financial Interests

Principle 1: Mechanisms should exist so that analysts' trading activities or financial interests do not prejudice their research and recommendations.

Analysts provide investors with research and recommendations regarding the securities of public issuers. Analysts can face a conflict of interest insofar as these recommendations influence the decisions investors make. An analyst whose research and opinions are widely respected can affect the price of a security through his or her recommendations. If an analyst has a financial interest in an issuer that he or she reviews, there may exist a conflict between this interest and the analyst providing clear and unbiased research accurately reflecting what the analyst believes is the issuer's true financial prospects. Consequently, jurisdictions should be aware of this conflict of interest and consider approaches to address this conflict.

Core Measures

The IOSCO Technical Committee believes the following are core measures aimed at preventing analysts' research and recommendations from being prejudiced by their financial interests or trading activities:

- Prohibiting analysts from trading in securities or related derivatives of an issuer they review in a manner contrary to their outstanding recommendations, except in special circumstances subject to pre-approval by compliance or legal personnel;
- Prohibiting analysts from covering an issuer, where the analyst serves as an officer, director or member of the issuer's supervisory board and requiring disclosure of any such relationship involving individuals related to or associated with the analyst; in the alternative, requiring analysts covering an issuer to disclose if they, or individuals related to or associated with them, serve as officers, directors or members of the issuer's supervisory board.
- Prohibiting analysts from trading securities or related derivatives ahead of publishing research on the issuer of those securities; and,
- Requiring analysts or firms employing the analysts to publicly disclose if the analysts have investment positions or otherwise have financial interests in issuers that the analysts review.

Other Measures

The following additional measures may or may not be appropriate for all IOSCO jurisdictions, but nonetheless merit consideration:

- Prohibiting analysts from trading in the securities or related derivatives of issuers and/or industries they review;
- Mandating a “holding period” for analyst trading prior to and after issuance of an analyst report.

2. Firm Financial Interests and Business Relationships

Principle 2.1: Mechanisms should exist so that analysts’ research and recommendations are not prejudiced by the trading activities or financial interests of the firms that employ them.

The firms that employ analysts may have financial interests or business relationships that present conflicts of interest insofar as these firms influence the research or recommendations that the analysts make. Firms that employ analysts may be involved in a variety of businesses, investments or practices that may benefit from favorable research or recommendations issued by the analysts they employ. They also frequently trade securities of the issuers their analysts cover. Depending on the circumstances, these analysts may feel pressure or have an incentive to issue research or recommendations biased in favor of their employers’ interests. Securities regulators should be aware of this possibility and consider approaches to addressing these conflicts of interest.

Core Measures

The IOSCO Technical Committee believes the following are core measures aimed at protecting analysts’ research and recommendations from being prejudiced by the financial interests or trading activities of the firms that employ the analysts:

- Requiring analysts, or firms employing analysts, to publicly disclose if an analyst’s firm makes a market for securities of an issuer that the analyst reviews or if the firm has a significant financial interest in the issuer;
- Requiring analysts or the firms employing analysts to publicly disclose if individuals employed by or associated with the firm serve as officers, directors, or members of the supervisory board of an issuer that the analysts review; and,
- Prohibiting firms that employ analysts from improperly trading securities or related derivatives ahead of the analyst publishing research on the issuer of those securities.

Other Measures

The following additional measures may or may not be appropriate for all IOSCO jurisdictions, but nonetheless merit consideration:

- Prohibiting analysts from covering an issuer in which members of the analyst's firm serve as officers, directors or members of the supervisory board; and,
- Requiring analysts and/or the firms that employ them, to file with a regulator, SRO or independent authority or otherwise publicly disclose their research reports after a period of time has passed.

Principle 2.2: Mechanisms should exist so that analysts' research and recommendations are not prejudiced by the business relationships of the firms that employ them.

In many cases, the firms that employ analysts also provide investment banking or other services to the issuers that the analysts cover. As such, the promise of favorable reviews may encourage an issuer to engage the services of a particular firm — creating a conflict of interest for the analyst. The nature of such conflicts, however, can vary considerably, depending on the type of business relationship.

Core Measures

The IOSCO Technical Committee believes the following are core measures aimed at preventing analysts' research and recommendations from being prejudiced by the business relationships of the firms that employ them:

- Establishing robust information barriers between analysts and a firm's other divisions in order to limit the potential for conflicts of interest and prevent other individuals in the firm from attempting to influence analysts' research;
- Prohibiting firms that employ analysts from promising issuers favorable research coverage, specific ratings, or specific target prices in return for a future or continued business relationship, service or investment; and,
- Prohibiting analysts from participating in investment banking sales pitches and road shows.

Other Measures

The following additional measures may or may not be appropriate for all IOSCO jurisdictions, but nonetheless merit consideration:

- Requiring analysts or the firms that employ analysts to publicly disclose if an analyst's firm is seeking, has, or recently has had an investment banking relationship with an issuer that the employer reviews;

- Mandating “quiet periods” immediately before and after a securities offering underwritten or managed by an investment firm employing a analyst, during which time the analyst may not publish research reports about the issuer;
- Requiring analysts to disclose the selection criteria for the issuers they cover and to give notice promptly of cessation of coverage of an issuer; and,
- Requiring analysts to certify under oath that the opinions they express and recommendations they make in research reports and/or public appearances are, in fact, the opinions they themselves hold.

3. Analysts’ Reporting Lines and Compensation

Principle 3: Reporting lines for analysts and their compensation arrangements should be structured to eliminate or severely limit actual and potential conflicts of interest.

In many jurisdictions, actual and potential conflicts of interest arise for analysts because of the manner of compensation and reporting structure within their firms. The investing public has a right to expect objectivity in analysts’ recommendations. Where an analyst’s likelihood for promotion or financial bonus depends on his or her ability to promote the firm’s investment banking business or promote shares that the analyst’s employer has underwritten, objectivity may be compromised because the analyst’s interests and those of the investing public diverge. The degree to which reporting and compensation structures present conflicts of interest for analysts varies considerably; in some jurisdictions, analysts are largely salaried employees and do not report to anyone outside the firm’s research department. However, given the direct conflict of interest reporting lines and compensation arrangements may pose, regulators should be particularly aware of the source of conflict, and, where it exists, establish mechanisms to manage, limit or disclose it.

Core Measures

The IOSCO Technical Committee believes the following are core measures necessary to structure analyst compensation and reporting arrangements to eliminate or severely limit actual and potential conflicts of interest:

- Prohibiting analysts from reporting to the investment banking function;
- Prohibiting analyst compensation from being directly linked to specific investment banking transactions;
- Adopting mechanisms within firms to safeguard reporting line and compensation structures to protect analysts’ independence; and,
- Prohibiting the investment banking function from pre-approving analyst reports or recommendations, except in circumstances subject to oversight by compliance or

legal personnel where investment banking personnel review a research report for factual accuracy prior to publication.

Other Measures

The following additional measures may or may not be appropriate for all IOSCO jurisdictions, but nonetheless merit consideration:

- Requiring analysts or the firms employing analysts to disclose how the analysts they employ are compensated and to whom the analysts report;
- Requiring analysts or the firms employing analysts to disclose if an analyst receives compensation that is based, in whole or in part, on the firm's investment banking revenues; and,
- Prohibiting analysts from participating in investment banking activities.

4. Firm Compliance Systems and Senior Management Responsibility

Principle 4: Firms that employ analysts should establish written internal procedures or controls to identify and eliminate, manage or disclose actual and potential analyst conflicts of interest.

Requirements imposed by regulators, SROs and industry associations do not discharge firms from their own responsibilities to actively identify and address through their own internal mechanisms the conflicts of interest that may influence the research and recommendations made by the analysts they employ. As with all procedures and controls within a firm, senior management bears ultimate responsibility for the adequacy and enforcement of written internal procedures and controls designed to identify and eliminate, manage or disclose analyst conflicts of interest.

The mechanisms firms can employ to address these potential conflicts will vary according to the size and activities of the firm. Some of these mechanisms may be voluntarily adopted, while others may be required by regulators, SROs or industry associations.

Core Measures

The IOSCO Technical Committee believes the following is a core measure necessary to establish written internal procedures or controls to identify and eliminate, manage or disclose actual and potential analyst conflicts of interest:

- Requiring firms that employ analysts to have written internal procedures for addressing actual and potential analyst conflicts of interest.

5. Outside Influence

Principle 5: The undue influence of issuers, institutional investors and other outside parties upon analysts should be eliminated or managed.

Issuers and large shareholders often have a deep interest in the reviews provided by securities analysts because these reviews can encourage or dissuade investors from purchasing or selling shares of a company. These outside parties may try to pressure an analyst into making a favorable recommendation through a variety of means, ranging from monetary bribes to refusing to provide the analyst with key information provided to the analyst's competitors. In some cases, such pressure may be viewed as a form of fraud and/or market manipulation.

Core Measures

The IOSCO Technical Committee believes the following are core measures to eliminate or manage the undue influence of outside parties:

- Requiring that analysts, or the firms that employ analysts, publicly disclose whether the issuer or other third party provided any compensation or other benefit in connection with a research report; and,
- Prohibiting issuers from selectively disclosing material information to one analyst and not other analysts, except as specifically permitted by law or regulations.

Other Measures

The following additional measures may or may not be appropriate for all IOSCO jurisdictions, but nonetheless merit consideration:

- Requiring analysts or the firms that employ analysts to broadly and/or simultaneously disseminate their research reports according to standard internal procedures;
- Requiring analysts or the firms that employ analysts to disclose their policies and procedures for disseminating research reports; and,
- Prohibiting analysts from accepting, or requiring analysts to publicly disclose, any separate compensation they receive from issuers they review or from institutional investors or other outside parties.

6. Clarity, Specificity and Prominence of Disclosure

Principle 6: Disclosures of actual and potential conflicts of interest should be complete, timely, clear, concise, specific and prominent.

Insofar as analysts face conflicts of interest, the complete nature of these conflicts should be disclosed, in a timely fashion, to investors who might rely on the recommendations or

research these analysts provide. What, how and in what form these disclosures are made will vary according to the nature of the market and the laws and regulations of a particular jurisdiction, as well as the media by which the analyst makes a recommendation (e.g., research report provided to clients, the Internet, public appearances, etc.)

In some cases, however, even disclosures of actual and potential conflicts of interest may be inadequate if the disclosures are difficult to understand or provided in areas of a report or document likely to be overlooked by readers. Similarly, disclosures may use generic language that merely lists a variety of possible conflicts that may or may not apply to the particular analyst, report or circumstance. The Technical Committee believes that certain types of “disclosures” actually defeat the purpose of transparency requirements and limit investors’ abilities to make informed choices. Consequently, the Technical Committee believes disclosures mandated of analysts and firms employing analysts should be complete, timely, clear, concise, specific and made in a prominent manner so that investors obtain the full benefit of the information provided.

7. Integrity and Ethical Behavior

Principle 7: Analysts should be held to high integrity standards.

Investors expect analysts to be both competent and honest. Requirements for honesty lessen the potential that analysts will be swayed by the conflicts of interest they may face. Fundamental to the analyst function is that analysts should have a reasonable basis for the analyses and recommendations they give investors.

Core Measures

The IOSCO Technical Committee believes the following are core measures designed to hold analysts to high standards of integrity:

- Imposing general legal obligations on analysts and/or the firms that employ analysts to act honestly and fairly with clients; and,
- Prohibiting analysts and/or the firms that employ analysts from acting in ways that are misleading or deceptive.

Other Measures

The following additional measures may or may not be appropriate for all IOSCO jurisdictions, but nonetheless merit consideration:

- Imposing “fit and proper” requirements or otherwise prohibiting individuals with criminal records or demonstrably compromised integrity from being employed, indefinitely or for a period of time, as analysts;
- Requiring analysts to take periodic examinations designed to test analysts’ knowledge of their legal and ethical duties;

- Making public analysts’ disciplinary records;
- Requiring analysts to disclose their professional credentials in research reports distributed to investors;
- Requiring analysts to disclose their real names and license status when making comments on issuers or recommending securities via the media;
- Requiring analysts to define the terms they use when making recommendations;
- Requiring analysts to disclose a breakdown comparison (in percentage or proportion terms) of the number of the different types of recommendations (e.g., “buy”, “hold”, or “sell”) they make over a given time period;
- Requiring analysts to disclose a comparison of the target price forecasted in the past versus the actual price of a covered security over a period of time from the date of the forecast; and,
- Requiring analysts to include in their reports a discussion of the assumptions underlying their recommendations and a sensitivity analysis to help investors understand how changes to these assumptions may affect the analysts’ conclusions.

8. Investor Education

Principle 8: Investor education should play an important role in managing analyst conflicts of interest.

An essential element of any regulatory approach towards managing analysts’ conflicts is making investors aware of such conflicts. In particular, investors should be encouraged not to rely solely on an analyst’s recommendations to confirm that a particular investment is appropriate for their own financial circumstances. Investor education can also focus on making investors aware of the disclosure rules in their own jurisdiction so that they can better conduct their research and evaluate potential biases and conflicts of interest.

Effective investor education programs can be instituted by regulators and governments, industry associations, and nonprofit consumer and investor groups. Securities regulators can promote investor education about actual and potential analyst conflicts of interest through a variety of methods, including websites and public outreach programs. Non-profit consumer and investor education groups and the popular media frequently can reach a broad audience of potential investors. Such programs may be independent projects or joint projects coordinated with other groups. Depending on the nature of these groups, regulators can often enlist their support in informing investors about the conflicts of interest analysts may face.



米国のミューチュアル・ファンドにおける 不正取引等を巡る問題

1. 時間外取引と短期取引

2003年9月3日、投資銀行のアナリストの利益相反問題を取り上げて有名となったニューヨーク州のスピッツァー司法長官は、ミューチュアル・ファンドを舞台としたスキャンダルを摘発したとして記者会見を行った。その内容は、ヘッジファンドの一つであるカナリー・キャピタル・パートナーズおよびその運用責任者が、バンク・オブ・アメリカ、バンク・ワン、ジャナス（Janus）およびストロング・キャピタル・マネジメントの四つのミューチュアル・ファンドにおいて違法な取引を行い、これらファンドの長期投資家に損害をもたらしたというものである。この処理のため、司法当局とカナリーおよび運用責任者との間で、30百万ドルの不当利得返還、10百万ドルの罰金の支払いを内容とする和解契約が締結された。その後、ニューヨーク州司法当局およびSECの調査が進むにつれ、ミューチュアル・ファンドにおける不正取引等が多数明らかにされて、過去3年間にわたり、証券界を揺るがす大事件であった投資銀行におけるアナリストの利益相反を巡る件に比肩するような大きな問題となった。

スピッツァー司法長官が摘発した問題は二つあった。一つは、カナリーが、時間外取引（late trade）を行ったというものである。米国のミューチュアル・ファンドにおいては東部時間の午後4時にミューチュアル・ファンドの純資産額（NAV）が算出され、その日の取引開始後4時までに注文の出された取引にはそのNAVが適用され、4時以降に出された注文は翌日の4時に算出されるNAVを適用することとなっている。ところが、カナリーは、4時以降に注文を出したにもかかわらずその日のNAVの適用を受けていた。このような取引が認められると、4時以降に、翌日の価格を上昇させるようなニュースが発生すれば、そのニュースが反映していない当日の4時の価格で買うことが可能になる。例えば、ファンドのポートフォリオに大きな割合で含まれている株式の発行会社が4時半に大幅な増益を発表した場合、そのニュースは4時に算出されるNAVには反映されていない。しかし、翌日のNAVには反映されるであろうから、5時に当日のNAVで注文を出し、翌日売り抜ければ、高い確率で利益を得ることができる。スピッツァー司法長官の表現を借りれば、「馬がゴールに入ってから馬券を買う」ことを認めるようなものである。これにより、当該投資家は、他の長期の投資家の犠牲においてファンドの値上がりの一部を自分のものにすることができることになる。このような行為は、1933年証券法、これに基づくSEC規則等により違法とされているが、これが可能であったのは証券会社は4時までに注文を

本稿は、『証券アナリストジャーナル』2004年2月号の「職業倫理を巡って」欄に掲載された記事を収録したものである。

受けるが、それがファンドに回されるのは4時以降になることが多く、4時までになされた注文の中に、4時以降の注文が混入されたからである。時間外取引は、その後カナリーのケース以外にもあることが判明した。

問題とされたもう一つの取引は短期売買（market timing）と呼ばれるものであり、時間外取引以上に広範なファンドで行われていることが明らかになった。これは、ミューチュアル・ファンドの価格形成の非効率性を利用した短期の裁定取引である。このような取引は、ミューチュアル・ファンドの当日価格が決定する米国東部時間4時より以前に市場の取引が終了する外国の証券を組み入れているファンドについて行われることが多い。外国の市場の取引が終了した後、その外国の証券の価格に影響を与える出来事が発生しても、それはその日の4時に行われるNAV算出に反映されないことが多い。そのため、例えば、外国証券の価格を上昇させるような出来事についての情報を入手した投資家は、それが反映されていない、いわば古い価格でファンドを買い、翌日に外国の市場が開き、情報に反応して外国証券が値上がりし、それにつれファンドの価格も上昇した後にそのファンドを売ることで、高い確率で利益を得ることができる。ミューチュアル・ファンドは通常このような短期の売買を行う投資家をできる限り忌避するように努めている。その理由の第一は、そのような投資資金は、ファンドにわずかの期間しか滞留せず、ファンド価格の上昇に全く寄与していないか、ほとんど寄与していないにもかかわらず、利益をかすめ取ることができ、結果として長期の投資家の利益を希薄化させるからである。第二に、短期で頻繁に流入・流出する資金が大量にあると、ファンドは純粋に運用の観点から必要とされる以上のキャッシュの保有を迫られることとなり、運用効率が低下するという問題がある。ある学者は、このような短期取引につき、「パーティーをぶち壊すお客が来るようなものだ。彼らが現れると、他のすべてのお客にいきわたる食事の量が減らされることになる。」と形容している。

このようなことから、短期の取引を防止するため、ファンドは通常、SECに登録する目論見書において、短期取引を監視し、その防止に努めるといった文言を規定しているほか、タイマー・ポリスと呼ばれる短期取引に目を光らせる担当者を置いている。しかし、当局による一連の調査によると、実際には、多数のファンドが特定の顧客に短期取引を許容していることが判明し、中には投資顧問会社の役員や従業員が自らの勘定で行っているケースもあった。短期取引それ自体は、必ずしも連邦法で違法な行為とされているわけではない。しかし、SECは、ファンドの目論見書の記載に反して密かに特定の投資家にこれを許容した場合には、投資家をミスリードしたことになり、また信任義務に基づく利益相反開示義務違反となるので、1933年証券法等に違反することになるとしている。スピッツァー司法長官は、立件した短期取引行為がニューヨーク州の一般ビジネス法違反になるとした。

短期取引は、数十年前から存在したが、拡大したのは1990年代といわれる。IT技術の進歩により、情報の収集とトレーディングが容易になったことがその背景にあるといわれる。また401Kの発展が、個人を含む多くの投資家に短期取引を行う媒体を提供することになったことも拡大の要因といわれている。短期取引が長期の投資家の利益を損なうにもかかわらず、多くの投資顧問

会社が特定投資家にこれを許容してきたのは、短期取引で利益を上げることの見返りとして、これら投資家が運用資金をその投資顧問会社に回してくれることを期待したからである。投資顧問料は、通常、管理資産額の一定と定められており、管理資産の残高の増加は、投資顧問会社の利益に直結することになる。

2. 手数料を巡る問題

不正取引が発覚し大きな問題になった一方で、手数料を巡る問題も、ミューチュアル・ファンドを巡る議論の焦点の一つとなった。第一に、多くのミューチュアル・ファンドが一定の条件を満たした場合、購入者に対し、販売に際しての手数料を割り引く制度を採用しているにもかかわらず、条件を満たす多数の投資家がそれを受けられなかったということが、SEC、NASDの調査により明らかになった。その第一次的責任はファンドの販売を行った証券会社にあった。しかし、当局は、割引の基準が必ずしも明確でなく、また割引制度の存在を十分に投資家に周知していなかった点についてはミューチュアル・ファンド業界も責任があるとしている。

第二の問題は、投資顧問会社が、証券会社に、自社のファンドを優先的に販売してもらうため支払っているインセンティブに関するものである。このような支払いは、キャッシュで行われる場合もあるが、指定委託売買（directed brokerage）という形で行われる場合が多い。すなわち、自社のファンドを優先的に販売してもらうために、ファンドのポートフォリオ運用のための証券の売買を特定の証券会社に発注し、そこに手数料を落とすというものである。このようなインセンティブの支払いは、開示が行われていれば合法的とされてきた。

こうしたインセンティブの支払いについては、二つの面から問題が指摘されている。まず、インセンティブを受け取る仕組みがあることにより、ブローカーは顧客にとって必ずしも最適でないファンドを推奨する危険があるということである。これまでは顧客にこのようなインセンティブの存在につき開示することにより、顧客自身の判断に任せるという考え方が取られてきたわけであるが、多くの場合、開示内容は不十分であまりだだったという批判も出ている。

また、売買委託手数料の形を取る場合、それは顧客資産から支払われることになるが、このようなマーケティングの費用は顧客資産が負担すべきではないという批判がある。

3. 当局の対応

SECは不正取引などの個別の事件の立件に努める一方で、今後このような問題が発生することを防止するためのルールの検討を進めた。2003年12月3日、その第一弾として時間外取引、短期取引等に関する以下のような新しいルール案が公表され、パブリック・コメントに付された。

- ①ミューチュアル・ファンドの売買の注文は、午後4時までにミューチュアル・ファンド自体に行われなければならないとすること

…これは前述のように、証券会社などファンドの販売会社に4時までに注文があれば、ファンドには4時以降に伝達されても受け付けられていたことが、時間外取引が紛れ込むこと

を許容する要因になっていたことを考慮したものである。

- ②ファンドおよび投資顧問会社がコンプライアンスについての方針・手続きを定めそれを毎年レビューすることを義務付けるとともに、ファンドは、ファンドの取締役会に報告する主席コンプライアンス・オフィサーを任命すること

- ③短期取引に関する対処方針などにつき開示を強化すること

さらに、SECは第二弾として、2004年1月14日に以下のようなファンドのガバナンスを改善することを狙いとするルールを提案した。

- ①ミューチュアル・ファンドの取締役会の独立性の強化を図るため、役員の75%以上が投資顧問会社から独立した者でなければならず、役員会の会長（chairman）も独立した者でなければならないとすること

…これは、ファンドの取締役会は、手数料の水準を含む投資顧問契約の条件を交渉し、かつ投資顧問会社の活動を監視するといった重要な権限を有しているにもかかわらず、実際は投資顧問会社が影響力を有する者によって運営され、その隠れみのになっているとの批判に対応するものである。

- ②投資顧問会社は、信任義務、連邦の証券関係法の順守義務、顧客のポートフォリオの内容についての守秘義務などを内容とする倫理綱領を制定し、役職員にそれを実践させることを義務付けること

…顧客のポートフォリオに関する守秘義務が要請されているのは、ファンドに組み込んだ証券についての情報が漏えいされ、それに基づき時間外取引や短期取引が行われた例が多々見られたためである。

手数料問題に関して、ニューヨーク州のスπιッツァー司法長官は、短期取引で立件した個別の案件処理のための和解において、手数料の水準の引き下げを盛り込みたいとして交渉を進め、州司法当局とアライアンス・キャピタル・マネジメント社との和解で、これを盛り込んだ。しかし、SECは民事ないし刑事の訴追において、法律違反行為とは関係のない手数料の水準につき当局が介入することは適当でないとの態度を示してきた。2月11日に至り、SECは手数料問題についての対応を含め、新たに要旨以下のようなルールを提案してパブリックコメントを求めた。

- ①ファンドは、投資家に対する報告書において、報告期間中において投資家が負担することとなる費用を、当該期間における経費の実績に基づき、投資額1,000ドル当たりの絶対額を表示するなどの方法で開示すること

- ②ファンドは、4半期ごとに保有ポートフォリオの一覧表をSECに登録することとする。登録された内容はSECの情報システムであるEDGARにより、公衆が利用できるようにすること

- ③ファンドは、その取締役会が投資顧問契約を承認した理由を、判断の重要な要素となった事項およびそれに関する結論などを示して開示すること

…これは、取締役会が投資顧問契約の締結につきより慎重な判断を行い、また投資家が投

資顧問会社の提供するサービスの価値とコストを考慮できるようにするとの意図に基づくものである。

- ④ 投資顧問会社が、ファンドの販売促進のため、いわゆる指定委託売買 (directed brokerage) を利用して、売買委託手数料の形でインセンティブを支払うことを禁止すること

…その理由として、SECは、証券会社が顧客にとって最適なファンドを推奨せず、適合性の原則が守られないおそれがあるという点のほか、最良執行を損なう危険がある、販売手数料について定められている上限を回避する手段になる、ポートフォリオの回転数を不必要に増すおそれがあるといった点を挙げている。

4. 今回のスキャンダルの意味と影響

ある学者の研究によれば、ミューチュアル・ファンドの長期的投資家が被った損害は、年間にレイト・トレーディングで4億ドル、マーケット・タイミングによって50億ドルと推定されている。これは現在残高8兆ドル近いミューチュアル・ファンド全体から見れば、それほど大きな額ではなく、あまり騒ぎ立てて、大衆投資家を畏怖させることは、かえって悪い結果をもたらすとの見解もある。

しかしながら、明らかにされた一連のスキャンダルは、ミューチュアル・ファンドの運用やその販売に当たった関係者の間で、職業倫理に违背する行為が広範囲に行われていたことを示しており、業界関係者や当局に深刻な反省を迫るものである。運用担当者にとって最も基本的な職業倫理上の義務は、信任義務であり、これは投資家の利益を最優先しなければならないという忠実義務と専門家として求められる高度の注意を尽くさねばならないという注意義務から成るとされている。短期取引を許容したことは、長期の投資家の犠牲において、一部の投資家に利益の機会を与え、その者からの投資資金を確保することにより手数料収入の増大を図ったという意味で、資産運用従事者の負う忠実義務に正面から反するとともに、顧客を公平に扱わねばならないという義務にも反していることになる。時間外取引を見逃したことについては注意義務の違反があったと言えよう。また、手数料の規定以上の徴収については、販売に当たるブローカーとファンドの双方に注意義務違反があった可能性がある。また、インセンティブの支払いについては、利益相反事項の開示義務の違反があったケースが指摘されている。

さらに、今回の事件の特徴として、極めて多数の投資家に影響を与えた広がり大きい事件であったという点が挙げられる。ミューチュアル・ファンドは、庶民がリスク分散を図りつつ、預金金利以上の運用利回りを確保できる投資対象として人気を集め、95百万人の投資家が購入しているといわれている。昨年10月24日付のウォール・ストリート・ジャーナル紙の社説は、「本件は、史上最悪の金融スキャンダルではないかも知れないが、極めて多数の米国人のポケットから直接金を取ったという意味で特異」なケースであるとしている。

ここ数年米国ではさまざまな証券に関するスキャンダルが発生していた中で、ミューチュアル・

ファンドについてはこれまで大きな事件がなく、クリーンなイメージがあり、また個人投資家が安心して投資できる対象としての評価が定着していた。それだけに、多数のファンドにおいて上記のように投資家の信頼に反する行為があったことが明らかにされた意味は大きい。アナリストの利益相反問題等に関するニューヨーク州のスピッツァー司法長官の行動については、政治的な動機があるとしてこれまで批判的であったウォール・ストリート・ジャーナル紙も、今回の違法取引の摘発については、社説において好意的な評価を与えている。

当局によって違法取引の存在が明らかにされたファンドにおいては投資家の解約が発生し、資産残高が大幅に減少したところも生じたが、株式市場の好調にも助けられて、業界全体で大きく資金が流出して混乱が生じるという事態には幸いに至っておらず一応の落ち着きを示している。しかし、今回の事件およびこれに対応して取られる当局の対策が、投資家、ミューチュアル・ファンド業界、さらには広く証券界に対し、どのような影響を与えるかを見極めるにはなお時間を要しよう。

▶▶▶ 職業倫理関連図書案内 ◀◀◀

『証券アナリスト職業行為基準実務ハンドブック（2002年版）』

日本証券アナリスト協会規律委員会編集・発行

定価600円（本体572円）・B 5 判／132頁

証券アナリストの独立性・客観性が問われる中、証券アナリスト職業行為基準の重要性がかつてないほど高まっています。本書は、2002年6月の基準改正を織り込んだ上、基準各項目の詳細な解説と豊富な想定事例を通じて、読者が職業行為基準の立体的な理解を得られるよう構成されています。

『証券アナリスト職業行為基準参考法令集（2003年版）』

日本証券アナリスト協会規律委員会編集・発行

定価1,000円（本体953円）・B 5 判／168頁

証券アナリストの職業行為に関連する法令諸規則、自主規制を集約。①インサイダー取引規制に係る法令の改正、②アナリスト・レポートの取扱い等に関する日本証券業協会理事会決議の改正など、最近の改正（平成15年）も収載されています。

☆ 購入ご希望の方は当協会ホームページの「出版物案内」欄よりお申込みください。

日本証券アナリスト協会 <http://www.saa.or.jp>

調査・出版係 TEL：03-3666-1515 FAX：03-3666-5843

職業倫理を考えるために

－ルールと参考資料－

平成16年3月12日 発行

編集兼 社団法人 日本証券アナリスト協会
発行所 法人

〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町2-1

東京証券取引所ビル5階

電話 03 (3666) 1515

FAX 03 (3666) 5843

印刷所 株式会社 太平社
