

アナリスト問題について

——イギリスを中心に——

須藤 時 仁

関理事長 お待たせしました。ただいまから、ミニ「資本市場を考える会」を開催いたします。

今日は、当研究所の須藤主任研究員から、イギリスのアナリスト問題を中心にお話をさせていただくことにいたしております。

須藤さんは、九七年に研究所に入られまして、いろいろな研究テーマを担当されていますが、特にイギリスの証券関係の諸問題を専門的に研究をされております。最近もイギリスの国債管理政策について著書を出版されたところです。

皆様ご存じのように、アナリスト問題は、アメリカでエンロン事件を契機に大きくクローズアップされた

問題であります。日本でも、それに連動するように、ここ一、二年の間に非常に関心が深まっている問題であります。イギリスのFSAの一連の行政でも、かなり力を入れて取り上げているテーマです。これまであまり紹介されておりませんが、いろいろな意味で非常に興味深い動きではないかと思えます。それでは、どうぞよろしくお願いします。

本日はお忙しい中をお集まりいただきまして本当にありがとうございます。御紹介にあずかりました、須藤と申します。本日はよろしくお願

たします。

私、以前はイギリスの国債市場を中心に研究しておりましたが、最近関心をもっているテーマは、市場と規制との関係でございます。より具体的に申し上げれば、規制とはどうあるべきなのかということ、イギリスを中心に研究しております。

皆様も御承知かとは存じますがけれども、アメリカではいわゆるITバブルの崩壊、並びに一昨年の一二月、エンロンが破綻したということ、市場に関連いたしますさまざまな規制、改正が行われている。実を申しますと、イギリスでも、EUでの市場改革、いわゆる統一市場の形成に沿う形で、会計制度ですとか、またアナリスト制度といったことに関する規制の見直しが行われている最中です。

こうしたイギリスの規制見直しの中でも、本日

はアナリストの利益相反問題に関する規制についてお話しさせていただきます。また、お話をさせていただきました後に、皆様方から、規制のあり方等につきまして御意見等をお伺いできれば、非常に嬉しく思います。

では、御報告させていただきました内容でございますが、まずアナリスト問題とは何なのかということ、そしてそれに対するアメリカの対応はどうなっているのか、そしてイギリスではアナリスト問題に関してはどういう状況にあるのかといったことの概要をお話しさせていただきます。

続きまして、アナリスト問題といわれるものもそもそも何が要因なのか、それに対してイギリスの規制はどうなっているのかということをお説明させていただきます。

後ほど御説明いたしますように、イギリスの規制はアメリカの規制に比べまして非常に緩い、い

わゆる強制力が弱いということがあるのですけれども、それにつきましてのFSAの見解はどういうことなのか、さらに、イギリスにおきますアナリスト行動はどうなっているのかといったことを検証してみたい。そして、そのような検証を踏まえた上で、イギリスの規制、さらにはアナリスト問題に対する規制はどうあるべきなのかといったことをまとめとしてお話しさせていただきたいと思えます。

一、アナリスト問題とは

まず、アナリスト問題とは何かということですが、これは皆様もかなり御承知かと思えますけれども、九〇年代の半ばから、インターネットの普及によりまして、アメリカの市場では、いわゆるITバブルというものが起きました。結果といた

しまして、ニューヨークダウ並びにナスダック、これらは二〇〇〇年の第一・四半期にピークをつけた。しかしながら、いわゆるITバブルの崩壊といわれる現象によって、その後は株式市場は下落基調に転じています。

ところが、株価が下落基調に転じたにもかかわらず、セルサイド・アナリストは強気の買い推奨レポートを出し続けました。その象徴的なものが、二〇〇一年の二月に破綻したエンロンに関するものです。と申しますのは、エンロンが破綻する一ヶ月前まで、一五名中一〇名のアナリストが、そのエンロンに対して買い推奨を挙げておりました。このようにマーケットの状況、すなわち株価とアナリストの判断とが乖離していたわけです。当然それによりまして、アナリストに対する不信が募ってくる。

では、なぜ株価とアナリストの判断が乖離して

いたのかと申しますと、それは後ほど詳しく御説明させていただきますが、その背景としては、アナリストないしは業者の利益相反という問題がありました。これがいわゆるアナリスト問題といわれているものです。

今お話ししましたことは米国での状況でございますが、その米国でのアナリストの中立性に関する一連の出来事は、図表1にまとめてございます。ただ、図表1を順に説明していきますと、非常に時間がかかりますので、その中でも重要な規制に關しまして、抜粋してお話いたしますと、まず二〇〇二年の七月には、アナリストの利益相反に対応しましたNASDとNYSEの新規則が施行されており、さらに同じ七月には、企業改革法が成立している。そして八月には、SECが、アナリストの意見、判断に関する中立性を、アナリスト自身が宣誓をするよう求めたレギュ

レーション案を発表していて、今年の四月より、そのレギュレーションは実際に施行されています。また、昨年の一〇月には、七月に成立した企業改革法に対応した新規則案並びに規則の修正案をNYSEとNASDが発表している。そして一月には、それに対するさらなる再修正案を提示しているという形で進んでおります。

本来、こうした内容を詳しく御説明できればよろしいのですが、ここでは時間の関係もございまして、説明は省略させていただきますが、このアメリカの規制の内容に關しましては、当研究所が発行しております『証券レビュー』第四三巻第一号、二号、三号に詳しく載っております。また、この論文に關しましては、研究所のホームページから論文をダウンロードすることもできますので、御関心のある方はぜひお読みになつていただきたいと思います。

アナリスト問題について

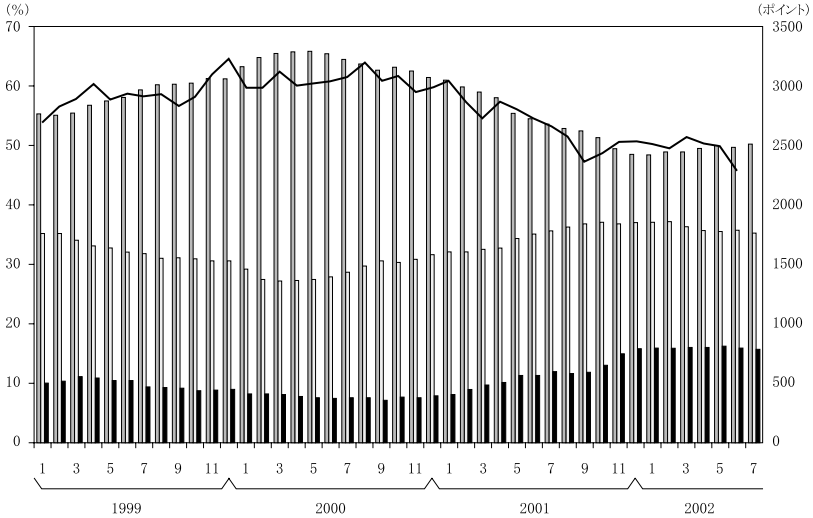
図表1 アナリストの中立性をめぐるアメリカの動向

2000.10.23	レギュレーションFD施行。
2001. 6.12	全米証券業者協会(SIA)、「調査のベスト・プラクティス(“Best Practice for Research”)」を発表。
6.14	連邦議会下院の金融サービス委員会、アナリストの中立性に関する公聴会(“Analyzing the Analysts: Are Investors Getting Unbiased Research from Wall Street”)を開催。
6.27	金融サービス委員会、SIAのガイダンスを審議するレビュー委員会を設置。
6.28	証券取引委員会(SEC)、「アナリスト推奨の分析(“Analyzing Analyst Recommendations”)」を発表。
7. 2	全米証券業協会(NASD)、情報開示規則の改正案を発表。
7.31	下院の金融サービス委員会、公聴会(“Analyzing the Analysts II: Additional Perspectives”)を開催。
12. 2	エンロン、破産申請－負債総額160億ドル。
2002. 2. 7	NASDとニューヨーク証券取引所(NYSE)、証券アナリストの利益相反を防止する規則案を発表。
4. 8	ニューヨーク州司法当局、メリルリンチと同社のアナリストの召喚状およびアナリスト・レポートの発行に関する差止命令をニューヨーク州最高裁判所に申し立て、認められる。
4.18	メリルリンチ、アナリスト・レポートにおける情報開示を強化することでニューヨーク州司法当局と合意したことを発表。
4.25	SECが、NYSE、NASD、ニューヨーク州司法長官、北米証券監督者協会(NASAA)、各州の規制当局と合同でアナリストの中立性について正式捜査を開始したと発表。
5.10	SEC、NASDとNYSEの新規則を承認。
5.21	ニューヨーク州司法当局とメリルリンチ、和解成立を発表。
7. 1	ニューヨーク州会計監査長官、ノースカロライナ州とカリフォルニア州の財務長官、ニューヨーク州司法長官が公務員年金基金と取引する金融機関に利益相反防止策を要請。
7. 9	NASDとNYSEの新規則が施行。
7.17	米国アナリスト協会(AIMR)、「リサーチの客観性基準」案を発表。
7.21	ワールド・コム、破産申請－負債総額410億ドル。
7.30	企業改革法(サーベンス・オクスリー法)成立。
8. 2	SEC、レギュレーションAC－アナリスト・サーティフィケーション案を発表(03年4月14日より施行)。
10. 9	NYSE、企業改革法第501条に対応した規則修正案を発表。
10.21	マサチューセッツ州の証券監督局、CSFBに調査部門を投資銀行部門から分離するよう行政命令を勧告。
10.25	NASD、企業改革法第501条に対応した新規則案ならびに規則修正案を発表。
10.30	米シティグループ、投資銀行ソロモン・スミス・バーニーから調査部門を分離することを発表。
12. 4	NYSE、10月に発表した規則修正案をNASDの規則修正と整合するよう再修正。
12.18	NASD、10月に発表した新規則案を再修正。
12.20	SEC、ニューヨーク州司法当局、NYSE、NASDの規制当局と大手証券会社10社との間でアナリスト問題に関して和解が成立(03年4月28日に和解および和解条件が最終的に決定)。

(注) 03年4月に当局と和解が決定した大手証券10社とは、ソロモン・スミス・バーニー、CSFB、メリルリンチ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、ベア・スターンズ、パイパー・ジャフリー、JPモルガン・チェース、リーマン・ブラザーズ、UBSウォーバーグであり、和解金総額は13億8,750万ドルである。なお、02年12月の和解成立の時点では、大手10社にパイパー・ジャフリーではなく、ドイツ銀行が含まれており、また和解金も14億3,500万ドルであった。

(出所) 淵田康之・大崎貞和編『検証アメリカの資本市場改革』、日本経済新聞社、2002年、84頁の表に加筆。

図表2 イギリスの上場企業に対するアナリスト判断の分布と FTSE 株価指数



(注) 棒グラフはアナリスト判断の分布(左から順に買、保留、売)で左目盛、折線グラフは FTSE 株価指数 (ALL Share) で右目盛。

(出所) FSA, *Investment research : conflicts & other issues*, 2002, P.12

アナリスト問題に關しまして、アメリカではこのように矢継ぎ早にアナリストの行動を規制する規定が整備されていったわけですが、ではイギリスではどうなのか。そもそもイギリスにはアナリスト問題というものがあるのかどうかということが問題になってくるかと思ひます。

そこで、「UK 上場企業に対する推奨判断の分布」ということで、図表2を掲げさせていただきます。ここには、イギリスの代表的な株価指数であります FTSE の株価指数の推移と、またその株価指数の推移と同時に、アナリストの推奨判断、買、保留、売の分布がどう変化してきたのかということ、一九九九年の一月から二〇〇二年の七月まで載せてさせていただきます。

この図を見ていただきますと、まずイギ

リスにおいてもマーケットの環境は、二〇〇二年の夏以降、悪化しております。それに伴いまして、アナリストの「買」推奨の判断の割合、これは各月の一番左側の棒グラフなのですが、この

「買」推奨判断の割合も、当然マーケットの下落とともに比率が落ちていっている。しかしながら、二〇〇二年に入っても、「買」推奨の割合は五〇%以上を占めています。すなわち、イギリスにおきましても、マーケットの環境が悪化しているにもかかわらず、そのマーケットの環境とアナリストの判断とが乖離していたということが、この図から明らかになると思います。したがいまして、やはりイギリスでもアナリスト問題というものが存在したということになります。

では、イギリスではどう規制されているのかということですが、当然関心事になってくるんですが、その前に、そもそもアナリスト問題、アナリストの

利益相反というものはなぜ生じるのかということをお説明させていただきます。

二、アナリスト問題の要因

アナリストに関連する問題、利益相反の要因といたしまして、ここでは業者の内部に起因する問題、そして業者の外部による圧力、そして利益相反の直接の要因ではありませんが、投資家の過失ということに関して御説明させていただきたいと思います。

まず、業者の内部に起因する問題でございますが、業務間あつれきというものがござります。これは何かと申しますと、証券業者の各業務部門はどのような判断をアナリスト・レポートに望んでいるのかということです。

証券業者の業務部門を仲介業務といわゆる投資

銀行業務に分けて見てまいりますと、仲介業務の中でも個人を対象とした場合には、取引ロットは小さい、さらに投資銀行部門といったような他の部門との取引関係もありません。その意味では、個人投資家に関しては長期的な取引の継続という観点からいっても、正確な企業・株価評価を行う方がいいのではないか。逆に機関投資家や事業法人を対象とした仲介業務ですとか、または投資銀行業務の場合には、その企業との取引の維持・拡大というインセンティブが働くわけです。したがって、取引企業の株式に関しては、どうしても「買」推奨のレポートが望ましいということになってまいります。

そうすると、企業との取引関係を維持・拡大するという目的のために、他の部署からレポートの発行中止ですとか、発行のタイミングや文言、判断の変更といったことが要求される可能性が出て

くる。そして、こうした他部門からの圧力をさらに高める要因として、業者の収益構造というものがあります。これはどういふことかと申しますと、まず仲介部門の収益性という点を考えてまいりますと、アメリカでは一九七五年、そしてイギリスでは一九八六年から、証券委託手数料の自由化が行われました。結果として、大口取引の場合には、いわゆる仲介業務の収益性は低下してきています。

さらに、九〇年代の後半においてどういふ変化が起きたか。インターネット取引の普及によって、個人投資家相手の仲介業務に関しても、手数料の競争が激化してきた。そうしますと、仲介部門全体で見れば、収益性が低下していたということがいえます。その反面、株式市場の活況に伴いまして、IPOですとか公募増資といったものが増加しました。結果として、投資銀行部

門の収益性は上昇しています。つまり、仲介部門の収益性が低下する反面、投資銀行部門の収益性が上昇したため、業者の収益全体に占める投資銀行部門の貢献度が上昇してきたという収益構造上の変化が起きています。

こうした収益構造上の変化は、当然アナリストに対しても影響を与えます。特に報酬体系に対して影響を与える。それはどういうことかと申しますと、チャイニーズ・ウォールというものを前提としたとき、委託手数料収入が調査部門のコストをカバーできるのであれば、レポートの公正性、それから独立性は確保できます。しかしながら、そうした手数料収入によって調査部門のコストがカバーできない場合には、当然そのカバーできない部分は投資銀行部門の収益でカバーせざるを得ない。そうすると、投資銀行部門がレポートに対して影響力を行使しようとしてきますし、そのレ

ポートに対する影響力の行使だけではなくて、アナリストの報酬体系そのものが投資銀行部門への貢献度にリンクするといった現象が生じてまいります。そうしますと、当然、アナリストサイドとしても、収入が多い方が好ましいわけですから、投資銀行業務に積極的に協力するといったインセンティブが生じてくることとなります。

以上、お話ししましたことが、まず業者内部によるアナリストの利益相反の要因です。

では次に、業者の外部に起因する問題は何か。この外部と申しますのは、ここでは企業、いわゆる証券の発行企業とファンド・マネージャーを意味しております。

まず、企業ですけれども、証券の発行企業は当然のことながら株価の下落を嫌います。と申しますのは、株価が下落すれば、その企業の幹部に対して株主からの経営責任が追及されるとか、また

は経営者の報酬が株価連動型報酬制度という形で導入されている場合には、株価の下落は報酬の減少に結びついてしまいます。そうしますと、セルサイド・アナリストによるレポートの発行が自社株の下落につながらないように、アナリストないしは業者に圧力をかけるという現象が生まれてきます。

それは、具体的にどういふことかと申しますと、レポートを発行する前に検閲を要求する。また、実際にレポートが発行されて株価が下がってしまった場合には、アナリストや業者へ明示的な圧力をかけてくる場合がある。例えば業者との取引の削減や停止、またはアナリストによるインタビュの拒絶という形であらわれます。

一方、ファンド・マネージャーによる圧力とは何かと申しますと、ファンド・マネージャーに

とって、ファンドのパフォーマンスというものは非常に重要です。したがって、ファンドで比重の高い銘柄の株価が、アナリスト・レポートによって下落してしまった場合、そのファンドのパフォーマンスは悪化しますので、ファンド・マネージャーの評価も当然低下してしまう。したがって、そのようなことが起きてしまったときには、やはり業者への抗議ないしは取引の削減という形で圧力をかけてくるということになります。

以上御説明いたしました業者の内部、外部からの圧力というものが、一般にはアナリスト問題の主因といわれておりますが、では証券の買い手、すなわち投資家には何の過失もないのか、単なる被害者なのかというと、必ずしもそういうわけではないという指摘もあります。つまり、投資家の知識不足、それから経験不足ということが指摘されています。

どういふことかと申しますと、イギリスの金融サービスマーケットの規制監督機関であります金融サービス機構、いわゆるFSAですけれども、FSAが二〇〇一年に投資家との非公式なミーティングを行っております。そして、そのミーティングの中で、投資家はレポートの何を重視しているのかと、いふことを話し合っております。すると、機関投資家の場合には、そのレポートに記されている企業ですとか産業界に関する情報を非常に重視する。ところが、個人投資家の場合には、企業の情報ですとか産業界に関する知識が少ないということがございまして、企業、産業界に関する情報よりも、むしろアナリストがその株の将来をどう判断しているのか、いわゆる推奨判断を重視するということを見出しております。したがって、これから何が出来るかと申しますと、レポートの推奨判断の意図、つまりアナリストによる判断のバイアス

というものを機関投資家は理解していただけますけれども、個人投資家は理解していただけないのではないかと、いふことがあります。

それと、もう一つ、個人投資家の知識、経験不足として、情報の伝達経路が機関投資家と個人投資家とは異なっていることを理解していただけない個人投資家が多いということが挙げられます。これはどういふことかと申しますと、非常に重要かつ緊急性の高い情報ですと、まず証券会社は電話なしは電子メールによつて、大口顧客に対してその情報を提供します。そして、その情報は当然アナリスト・レポート等にも記されるわけですが、そのレポートが作成されて個人投資家に渡るまでの間には当然時間的なラグが生じるわけです。そうすると、先に情報を得た大口投資家は、その情報をもとにマーケットで反応するわけですから、個人投資家がレポートによつて情報を得た

ときには、既にその重要な情報がマーケットに織り込まれてしまっている可能性がある。本来そういった点は気をつけなければいけないですけれども、個人投資家はそうした情報のラグというものを理解していないということがあります。

以上、御説明させていただきました業者の内部、それから外部からの圧力、そして投資家の過失といったことが、アナリスト問題の要因と考えられます。

アナリスト行動の問題点として、ほかにアナリストの個人的利益の優先といった問題もございませう。ただこれは、アナリストによる利益相反ということではなく、むしろ相場操縦ですとかインサイダー取引といった性質の異なる問題に直結します。したがって、ここでは時間の関係から説明は省略させていただきます。

三、イギリスの規制

では、アナリストの利益相反の要因を明らかにしたところで、次にイギリスの規制はどうなっているのかということをお説明させていただきます。

イギリスの規制にしましては、現行規制と、また今年の二月にFSAから提案されました新しい規制案、この二つがございませう。

まず、現行規制はどうなっているのかということですが、アナリストの行動に関する現行規制は、基本的に、二〇〇〇年金融サービス市場法と一九九三年刑事裁判法、この二つの法律によって規制されています。ただし、刑事裁判法パート5による規制は、インサイダーの取り締まり規制ということになりますので、実質的なアナ

リスト行動に関する規制というのは、金融サービス市場法に基づいてFSAが制定した原則、規約、規則ということになります。具体的には、業務原則、業務行為規約、市場行為規約、そして市場規則という四つがございます。ただこの中でも市場行為規約は、相場操縦といった市場不正行為に関する規制です。また、市場規則には、アナリストの行動というよりも、むしろ上場企業が重要事項を開示するときの規制が定められております。ただ、重要事項を開示する場合に、アナリストとどうかかわるべきなのかといったことは、一部、この市場規則によって規制されています。

したがって、実質的にアナリストの利益相反に関する規定は、業務原則と業務行為規約ということになるわけですが、これから御説明させていただきますように、これらの規制は非常に緩いものとなっております。

では、まず業務原則ですが、業務原則というのは一体何なのかと申しますと、これは市場システムにおきます業者の基本的義務を一般的に表現したものでございまして、全部で二一の原則から成り立っております。いわば金融サービス市場における憲法といった性格のもので、そして、この業務原則の8に、「認可業者は、業者自身と顧客の間、及び顧客間の利益相反を公正に管理しなければいけない」という原則が掲げられています。したがって、利益相反の管理というものは、いわば憲法上に定められた規制ではあるわけですが、これも、ただこれはあくまでも理念であって、細かいテクニカルな規制はさらに業務行為規約というものにゆだねられます。

では、この業務行為規約にはどのような規制があるのかというと、業務行為規約（コンダクト・オブ・ビジネス）ということとCOBと略される

のですが、COBの7に「取引及び管理」といった項目があって、さらにその7・1に「利益相反及び重大な利害」という形で規定されています。

そして、そこで何が規制されているかと申しますと、利益相反に対して顧客を公正に扱わなければいけないという原則論と、さらに実際に利益相反をどう管理するのかということで、顧客に対する利益相反の開示、そして独立政策、またはチャイニーズ・ウォールなどの内部取り決めの決定、そしてどうしても利益相反を管理できないときには、顧客との取引をやめなさいという、顧客のために行動することを控える、この四つのうちいずれかの対策をとるよう規定されています。

ただし、このいずれかの対策、措置と申しますのは、業者に対して拘束力がありません。ここにCOB7・1・4Eとありますが、このEは証拠規定というものをあらわします。これはいわばガ

イダンス的なものであって、業者に対して拘束力がある規定ではありません。したがって、この拘束力のない規定が利益相反に関する現行の規制ということになります。

そして、今御説明しましたように、COBの7・1というものが利益相反規制の中心的な部分でございまして、他にどういったアナリスト行動に関する規制があるのかと申しますと、COB7・3にはデューリング・アヘッド、日本ではフロント・ランニングといわれていますけれども、その管理、それと7・13には従業員個人勘定取引の管理という規制があります。ただ、いずれにしても、アナリストの行動に関してはごくごく緩い規制しかないというのが、イギリスの現状です。

こうした現状に対して、先ほど申しましたように、FSAは今年の二月に新しいアナリスト行動

に対する規制案を発表しています。この新しい規制案を発表した背景には、もちろんアメリカでアナリスト問題に対する規制が着々と整備されているということもありますが、加えてEUにおきましても、昨年の末に市場不正行為規制指令というものが採択されました。これはいわゆる市場不正行為に対して規制をかけるといった指令ですけれども、この指令の細則といたしまして、アナリストの利益相反に対する規制が整備されています。恐らくはこのEUでの整備に関連して、イギリスもきちんと整備しなければいけないということになったのではないかと私は推測しています。

では、その経緯ですけれども、どのように整備されてきたのかと申しますと、昨年の七月にFS Aはディスカッション・ペーパーを発行して、アナリスト問題に対する業界でのレビューを行うとともに、今後アナリスト問題に対してどう対応し

ていくべきなのかというパブリック・コメントを募りました。

さらに、今年の二月に入って、そのディスカッション・ペーパーに寄せられたコメントを踏まえて、コンサルテーション・ペーパーを発行し、アナリスト問題に対する行為規約の整備に着手しています。具体的には、先ほど御説明いたしました現行の業務行為規約の一部を修正したほか、投資調査という新しい節を設けております。そして、アナリスト問題に対する規制の中心は、この投資調査という新しい節です。

では、そこでは一体何が具体的に規制されているのかということですが、その詳しい内容は図表³を御覧いただきたいのですが、投資調査という新設された規制の中には、大きく三つのカテゴリーに分類することができます。

一つが、「アナリストに関する業者内部及び外

図表3 FSAによる投資調査に対する規制案

COB 7.16：投資調査

1. 適用 (7.16.1R)
2. 目的 (7.16.2R)
3. 投資調査における利益相反 (7.16.3G-7.16.5G)
業者は、投資アナリストが客観的な投資調査を顧客に提供することができるよう確固たる内部規定を適切に定め、上級管理者の責任の下で機能させなければならない。
4. アナリストの監督と管理 (7.16.6G)
投資アナリストは、業者の企業金融部門もしくは営業・トレーディング部門の者による監督または支配に服してはならない。
5. 他(部門)の活動に対するアナリストの参加 (7.16.7G)
企業金融部門および営業・トレーディング部門が、その業務を遂行する上でアナリストの知識、経験、情報を活用することはできるが、営業活動(企業金融業務を獲得するための勧誘行為など)にアナリストを参加させてはならない。
6. 報酬体系 (7.16.8G)
投資アナリストの報酬を業者の総収益をベースにして決定することはできるが、その決定に企業金融部門、営業・トレーディング部門が関与してはならない。
7. 有利な投資調査を提供する誘因 (7.16.9G)
証券発行に関連した企業(以下、発行企業と略す)との取引継続または発行企業からの利益誘導のために、業者、投資アナリストもしくは他の従業員が有利な投資調査を提供する誘因を与えるまたは受けることのないよう、業者は適切な措置を講じなければならない。
8. 証券発行企業への投資調査の提出 (7.16.10G、7.16.11G)
事実確認の場合を除き、投資調査の発行以前に、その内容に対して発行企業が影響を及ぼす(検閲する)ことを業者は認めてはならない。
9. 投資調査に表示すべき事項 (7.16.12R)
 - (a) 調査提供の主たる対象顧客、(b) 事実と意見・推測の区別、データの出所、
 - (c) 発行日、(d) レーティングまたは推奨(以下、推奨等と略す)を有効とする期限、(e) 使用している推奨等の明確な説明(定義)、
 - (f) ある投資物件に対して1年以上に亘って推奨等を付している場合には、推奨等を付している期間または3年間(いずれか短い期間)における当該投資物件の成果を示す折れ線グラフ(同時に、各推奨等を付した日付または変更した日付を示し、かつ当該日に付した推奨等または変更した推奨等を表示しなければならない)、
 - (g) 以下に掲げる投資物件に対する推奨等の分布(%表示)
 - (i) すべての関連投資物件、

アナリスト問題について

- (ii) セクターごとの関連投資物件、
 - (iii) 企業金融業務上の取引が過去12ヵ月間に行なわれた企業に関連した投資物件、
 - (h) 投資調査に記された見解が確かに投資アナリスト個人のものであること。
10. 投資調査および公共の場への出演における相反の開示(発行時または出演時)(7.16.13R)
- (a) 投資アナリストまたはその関係者が関連投資物件または発行企業に対して有する金融上の利害、
 - (b) 業者またはその関係者(以下、業者等と略す)による発行企業の発行済み株式数の1%以上を保有しているか否か、
 - (c) 業者等が関連投資物件または発行企業に対して有するその他の重大な金融上の利害、
 - (d) 以下に掲げるような業者等と発行企業との重要な関係
 - (i) 発行企業とブローカー取引があるか否か、
 - (ii) 発行企業が業者等の大株主か否か、
 - (iii) 企業金融業務上の取引が過去12ヵ月間に行なわれたか否か、また今後6ヵ月以内に行なわれる見込みがあるか否か、
 - (e) 業者が当該関連投資物件のマーケット・メーカーか否か、
 - (f) 関連投資物件または発行企業との関連で業者または投資アナリストが有するその他の重大な利害で、利益相反を惹起すると合理的に考えられる事項。
11. 投資物件の募集に係る沈黙期間(7.16.14R)
- 証券もしくはその派生商品のIPOにおいて幹事もしくは共同幹事となる場合、またはそのような募集に関して引受シンジケートのメンバーとなる場合には、当該投資物件に関連する投資調査の発行および投資アナリストによる公共の場への出演を禁じる沈黙期間を設けなければならない。
12. カバレッジの中止の顧客への通知(7.16.15G)
- ある投資物件または企業を投資調査の対象から除いた場合には、投資調査での明示または他の方法により顧客に通知するよう合理的な措置を講じなければならない。
13. 内部利用に供する投資調査(7.16.16G)
- 投資調査を公表せずに、業者内部だけで利用(資産管理のためなど)する場合には、以上に掲げた利益相反が惹起されるとはFSAは考えていない。

- (注) 1) 見出しに付したカッコ内の記号(7.16.1Rなど)はFSAが定める業務行為規約(Conduct of Business: COB)中の規定番号を表わす。なお、Rは規則(業者に対して拘束力あり)、Gはガイダンス(拘束力なし)を示す。
- 2) 項目の説明にある()内は筆者注。
- 3) 投資アナリストと投資調査の定義は本論を参照されたい。

(出所) FSA, *Conflicts of Interest: Investment Research and Issues of Securities*, 2003, Annex 7 (pp. 7-13) より作成。

部からの干渉の排除」というカテゴリーです。これはアナリストの意見ですとか判断、並びにその報酬に対して、投資銀行部門といった業者の内部や、または証券発行企業からの干渉を排除するというための規制です。

もう一つのカテゴリーとしては、「情報開示」という形で分類される規制がございます。アナリストや業者と証券発行企業との利益相反に関しまして、投資家がどのような利益相反があるのかということが判断できる情報をすべてレポート上に情報公開すべきという規制です。

新設の規制の中の三点目として、「沈黙期間」。英語では「クワイエット・ピリオッド」とありまして、私は独自に「沈黙期間」と訳したのですけれども、他の方はどう訳しているかはちょっと見たことがない。または「クワイエット・ピリオッド」とそのまま書いている方もいらっしゃる

す。この沈黙期間の設定というものも新しい規制に加えられています。これはIPOの幹事などになる場合には、リサーチの発行を禁じる沈黙期間を設定するという事です。ただ、アメリカの場合には、沈黙期間の日数が明示されておりすけれども、イギリスの場合には、その明示はございません。ただ、FSAの見解と申しますか、希望といたしましては、目論見書の発行日に始めて、当該証券の取引が開始された後三〇日間を沈黙期間とすることが望ましいのではないかという見解を、コンサルテーション・ペーパーの中で述べております。

以上三つに分類されることが、新設されました投資調査の内容です。

さらには、先ほど御説明しました個人勘定取引の管理に關します項目も一部修正されまして、アナリストの個人的な証券取引を禁止するという規

制が新たに設けられております。

イギリスで発表されました規制案の概要は、以上のとおりですが、この規制案はおおむねアメリカでの規制を踏まえたものとなっておりますので、内容的にそう遜色のあるものではないと私は判断しております。ただ、当然アメリカと全く同じ規制なわけではなくて、そこには相違点もあります。あえて挙げれば、三点ございます。

一つは、沈黙期間に關してですが、先ほど申しましたようにアメリカの規制では沈黙期間の日数まで規制されているが、イギリスでは規制されていない、そういった点もあるのですけれども、さらにアメリカの場合には、IPOだけではなく、公開後の増資についても沈黙期間を設けていますが、イギリスで沈黙期間を定めているのはIPOに關してだけです。

では、なぜそうなのかと申しますと、FSAの

説明といたしましては、既に調査対象としている発行企業について、増資だからといってレポートの発行を休止することは実態にそぐわないのではないかとあります。これはシティーでの慣行、習慣というものを重視する、いかにもイギリスらしい考え方かと思えます。

アメリカとの相違の第二点目といたしましては、アナリストによる宣誓です。アメリカでは、SECが定めましたレギュレーションによりまして、アナリストはレポートに、自分の意見は中立的なのだといったことを宣誓したものを付さなければいけない。ところが、イギリスの場合には、レポート上でその意見が個人的見解であるということを書きすようガイダンスとして盛り込まれておりますけれども、そのように宣誓する義務づけは行っていない。それはなぜかと申しますと、レポートの見解に対する責任の所在をあいまいにし

てしまう。つまり、レポートの見解に関する責任はアナリストにはなくて、そのアナリストを監督する証券会社に本来属すべきということです。

アナリストに宣誓させてしまうと、何か問題が起きたときに、これはアナリストの責任なんだ、しかしアナリストは、いや、業者が監督しているんだから、自分の責任ではなく、業者なんだという形で、責任の押し付けあいがかかります。そうした責任の所在をはっきりさせるという意味においては、むしろアナリストに宣誓なんかさせることはないのではないかということが、イギリスでの見解です。

最後に、「独立系リサーチの提供」については、ですが、今年の四月にアメリカにおきましては、大手証券一〇社と規制当局との間で和解が決定いたしました。その中で、五年間にわたって独立系調査会社のレポートを個人投資家に無料提供すべき

なのではないかという提案がアメリカではなされておりますが、イギリスではそのような提案はない。なぜかと申しますと、独立系調査会社のレポートが本場に証券会社のレポートよりも質が上なのかどうかということが不透明ですし、そもそも証券会社がコストを独立系の調査会社に払うということは、いわゆる証券会社は顧客です。では、その顧客の意見を独立系の調査会社は無視できるのか。その意味で、中立性が担保されない可能性が出てくるということから、イギリスではあえて独立系調査会社の提供を義務づけることは必要ないということになります。

このようにイギリスの規制案とアメリカの規制では幾つか相違点があるわけですけれども、イギリスの方で、すなわちFSAの方で述べている理由には、それらしい、もつともらしいところがあります。したがって、これがイギリスの規制案の

問題とは思えません。

むしろ私が考えている問題点としましては、イギリスの規制の強制力がアメリカより弱いということがあります。これはどういふことかと申しますと、先ほど、規制案を四つのカテゴリーに分類いたしました。そのうちの情報開示と沈黙期間の設定に関しては、業者に拘束力のある規則として定められています。しかしながら、アナリストに関する業者内外部からの干渉の排除、それとアナリストの個人的な証券取引の禁止、これらは業者に拘束力のない、あくまでもガイダンスでしか定められていないということ。逆にいうと、業者がこのガイダンスに違反しても、基本的には罰則を受けることはないということ。そういった意味におきまして、規制の強制力がアメリカよりも弱いということが、私は問題点ではないかと思えます。

このことに対してFSAは二つほど理由を述べています。一つは、個人投資家の保有割合がイギリスの場合にはアメリカよりも低い。したがって、レポートが個人投資家に与える影響は少ないから問題がないということが一つです。もう一つが、もう既に証券業者の中にはアナリスト問題に対する対策を立てているところがあるので、証券会社の自主性にゆだねた方がいいのではないかという考え方です。

ただ、第二の点にしましては、シティの伝統を重んじていることはわかりますが、規制機関としてはいささか無責任なところがあるのでないかと私は思います。したがって、規制案が緩い根拠としては、少し説得力が弱いのではないかと。そこで、第一の見解、すなわちイギリスとアメリカの個人投資家の地位、保有構造の違いということ。ここでは検証してみたいと思えます。

四、イギリスの市場構造

アメリカのデータに関しましては、九八年末までしかデータがとれなかつたのですけれども、アメリカにおける保有割合は、家計による直接保有の割合が四一%、それに対して機関投資家が四九・五%保有しています。これはあくまでも金額の残高ベースです。

一方、イギリスにおきましては、二〇〇一年末で個人投資家の保有割合が一四・八%に対して、機関投資家は四〇%保有している。この二つ、アメリカとイギリスの数値を比べてみますと、明らかにイギリスの個人投資家の保有割合はアメリカに比べて相対的に低い。そういった意味ではFSAの見解は裏づけられています。

では、個人投資家の重要性は本当に低いといえ

るのでしょうか。そこで私は、九〇年以降のイギリスの保有構造の特徴を調べてみました。

まず、個人の保有割合ですが、九〇年末は二〇%あつたものが、二〇〇一年末には一四・八%まで、かなり落ちています。ただし、九〇年代の特徴として、海外部門の保有割合が、九〇年末の一・八%から、二〇〇一年末には三・九%まで上昇しているという特徴がイギリスにはあります。この海外部門を除きました国内ベースでの個人の保有割合を計算してみますと、九〇年末には三三・一%あつたものが、二〇〇一年末には二一・七%、確かにわずかに低下しています。

しかしながら、国内ベースで見ると二〇%以上の保有比率は、決して無視してよい投資家とはいえないのではないかと私は考えております。さらに、個人の保有額の変化を見てまいりますと、九〇年末から二〇〇一年末で平均して毎年一一%ず

つ保有額が伸びているわけです。このように国内ベースでの保有割合ですとか保有額の伸び、いずれで見ても個人投資家の重要性が低いということは決していえないと私は思います。さらに、イギリスの規制で考えるべきは、イギリスでのアナリスト行動がどうであるのかということも考慮に入れる必要があるかと思えます。

イギリスのアナリスト行動ですけれども、まずアナリスト問題というものは先ほど冒頭で御説明させていただきましたが、このアナリスト問題を現象面からとらえれば、発行企業との関係を良好に保つことを目的に、利益予想及び推奨判断に対して過度の楽観的なバイアスをかけるということに帰着するかと思えます。そうしますと、ポイントは二つです。

一つは、アナリストは発行企業との関係に常に配慮していたのかということと、もう一つは、ア

ナリストの予想ないしは推奨判断には常に楽観的バイアスがあったのかということになります。これらの点に關しまして、イギリスにおきます過去の先行研究に基づいて明らかにしていきたいと思えますけれども、その前に、楽観的バイアスというものがそもそもなぜかかるのかということをもまず御説明させていただきます。

楽観的バイアスの要因ですが、心理的バイアスと戦略的バイアス、大きく分ければこの二つに分けることができます。

まず、心理的バイアスと申しますのは、アナリストが予想を形成する過程におきまして、直近の情報に余りに比重をかけてしまつがために発生する偶発的なバイアスです。もっと具体的にいえば、マーケットの環境が良好なときには、将来の企業の収益予想に対して楽観的なバイアスをかけますし、マーケットの環境が悪いときには、むし

る企業の収益予想に対して悲観的なバイアスをかけてしまう。これが心理的なバイアスです。

もう一つの戦略的なバイアスと申しますのは、これはまさに企業との関係を良好に保つために形成されたバイアスでありまして、いわゆるアナリスト問題の要因となるバイアスということになります。

では次に、アナリスト行動について、イギリスにおきます先行研究をもとに検証していきたいと思えます。

まず、アナリストが企業との関係をどの程度重視していたのかということを示すために、情報源のランキングを先行研究から集めてまいりました。

図表4の中に、一番上にはアーノルド・アンド・モイザー (Arnold & Moizer) ですとか、バイク等 (Pike et al.)、バーカー (Barker) と

記されていますが、これはその先行研究者の名前です。そして、その下の「一九八四」「一九九三」「一九九八」というのは、その先行研究が論文として発行された年をあらわしております。したがって、年代的には幅広く先行研究が公表されていることとなります。

このランキングを見ていただきますと、情報源のランキングとして高いのは、企業へのインタビューですとか、アナリスト・ミーティングといった、企業との接触をあらわす項目が重要な情報源となっています。つまり、時代にかかわらず、企業への接触というものがアナリストにとつて常に最も重要な情報源であったということがこの先行研究からいえます。

では、そうした企業との関係を重視していたことを前提として、予想に係るバイアスはどうだったのか。図表5に、先行研究の結果を整理してこ

アナリスト問題について

図表 4 アナリストの情報源

	Arnold & Moizer [1984]	Pike et al. [1993]	Barker [1998]
企業へのインタビュー	3	1	1
アナリスト・ミーティング		2	2
業績報告		4	3
年次会計報告書	1	3	4
業界（団体）へのインタビュー			5
暫定（中間）会計報告書	2		6
インハウス・エコノミスト			7
業界情報サービス	4 =	5	8
インハウス・ストラテジスト			9
顧客			10
販売員			11
株主年次総会		7	12
市場ニュース			13
インハウス・テクニカル・アナリスト			14
カンパニーズ・ハウス	7		15
新聞	4 =		16
他のブローカーのレポート	4 =	6	17

(注) 1) カンパニーズ・ハウス (Companies house) とは、企業に関する情報を登録、管理、提供する行政機関である。

2) 記号 = は同順位を表す。

ざいます。

一番左側には、先行研究者の名前と同じく論文の発表年、その隣には先行研究が対象とした研究期間、サンプル期間を示してあります。そして、さらに右隣には、その結論であるバイアスはどうだったのかということを書いてあります。そして、このバイアスの結果を見ていただきますと、必ずしも常に楽観的バイアスがあったわけではないということがいえます。そうしますと、楽観的バイアスと悲観的バイアスとはどのような要因によって形成されたのか。先ほど一般論として私は、心理的バイアス、戦略的バイアスということを示しましたが、これを裏づけるために、私は市場環境というものを時価総額の変化率で見たとときに、予想

図表5 アナリスト予想のバイアスと市場の状況

	サンプル期間	バイアス	時価総額の前年比変化率
B & M [1984]	1970-74年	悲観的	平均：-14.3%
Patz [1989]	1980-81年	楽観的	平均：21.6%(80年：28.1%、81年：15.5%)
O & W [1991]	1987-88年	悲観的	平均：10.9%(87年：13.1%、88年：8.7%)
Capstaff et al. [1995]	1987-91年	楽観的	平均：10.0%

(注) 1) B & M = Bhaskar and Morris, O & W = O'Hanlon and Whiddett.

2) B & M [1984] の時価総額前年比 (平均) は、統計上の不連続のため70年3月末を69年末とみなして計算した。

のバイアスと市場環境とはどういう関係があるかということ調べてみました。その市場環境を記しましたものが、この表の中では一番右の欄に当たります。

そうしますと、予想の楽観的、悲観的なバイアスと、時価総額の変化率の高い、低いとは、ほぼ一致するということが見出されます。ただ、上から三番目のO & Wと一番下のキャプスタッフ等 (Capstaff et al.) の場合には時価総額の変化率が平均して大体一〇%から一一%と似ているにもかかわらず、検証結果は、一方は悲観的、一方は楽観的と異なっています。これはなぜかと申しますと、明らかにサンプル期間の相違にあります。と申しますのは、O & Wの場合にはサンプル期間は八七年から八八年、すなわちいわゆるブラックマンデーの影響を受けたときがサンプル期間です。一方、キャプスタッフ等の場合には、そのブ

ラックマンデーの期間も含んでおりますけれども、その後、市場が持ち直した時期も含んでいきます。したがって、こうした市場環境が、悲観的、楽観的バイアスといった結果の相違を生み出したのではないかと推論されます。

このバイアスに関する結果、及び先ほど御説明しました情報源に関する結果、これら二つの結果を合わせて判断いたしますと、企業との関係が最も重視されていたにもかかわらず、常に楽観的バイアスがかかっていたわけではなく、市場環境によっては予想に対して悲観的バイアスがかかっていたということがいえます。

これは一体何を意味しているのかということですが、私に次のように推論していただきます。まず、基本的にはアナリストの予想といったものは市場環境に影響された心理的バイアスが常にかかっている。ところが、市場環境が良好な時期に

は、この心理的なバイアスのほかに、戦略的バイアスというものが加わることによって、楽観的バイアスが增幅される。それが九〇年代後半のアナリスト問題というものにつながったのではないかと考えられます。

さらに、こうしたバイアスの存在が規制に対してどのようなインプリケーションを与えるかと申しますと、規制によって意図的な戦略的バイアスは抑制することはできませんけれども、心理的バイアスは、これはあくまでも人間の心理に根差すものですから、規制によっては抑えることはできないということです。逆にいいますと、市場の信頼を確保するためには、戦略的バイアスができる限り規制によって排除しなければいけないのではないかとということがいえるかと思えます。

五、まとめ―政策的インプリケーション

以上、アナリスト問題に関しまして、その要因から、イギリスの規制に関しましてる御説明させていただきましたが、最後にまとめといたしまして、ではこれまでの分析がどのような政策的インプリケーションを持っているかということをお話しさせていただきます。

業者と企業との間には、常に業者は企業との取引を維持・拡大したいというインセンティブがあります。したがって、規制によってアナリストの判断から戦略的バイアスを一〇〇％完全に排除するということはなかなか難しいであろう。さらには、今御説明しましたように、アナリストの判断には、市場の状況によって影響されました心理的バイアスもある。したがって、重要なことは、ア

ナリスト判断のバイアスというものは規制によって市場から排除することができない、あくまでも市場固有のリスクだということをまず認識することが重要なのではないか。そして、そのリスクを認識した上で、市場の信頼を維持するためにはどうすればいいのかということが肝要かと思えます。

私の結論としましては、業者に対する規制を強化しただけでは根本的な解決にはならない。つまりは、業者、公開企業、投資家のそれぞれに対して対策をとらなければいけない、これが今日私が強調したいことです。

具体的にどういふことかと申しますと、まず業者に関しては、企業との取引を維持・拡大したいというインセンティブが常に働いているわけであって、それが公開企業からの利益相反圧力を受ける原因になっているわけです。そうしますと、

それに対する規制としては、やはりチャイニーズ・ウォールを徹底的に強化する。そして、利益相反を徹底的に開示するということを課すしかないのではないか。その意味におきましては、イギリス、さらにFSAの規制案に関しましては、情報開示だけではなくて、アナリストの管理・監督体制ですとか報酬体系といったものに関しても、拘束力のある規則として定めるべきなのではないかと私は考えます。

さらに、日本について少しだけ言及させていただきますと、日本ではアナリスト・レポートの取り扱い等について、これに関する一部改正が四月から施行されております。その中でも、特に第六号の利益相反についての表示、第九号の組織体制の整備といった、これに関する項目をさらに細目として整備していく必要があると私は思います。

では、公開企業と投資家に関してどのような

対策を行っていくか。

公開企業については、高株価維持のインセンティブが常に働いていて、それが業者やアナリストに対する利益相反圧力になっているわけです。したがって、重要なことは、まず企業にとって有利、不利を問わず、重要な情報は正確に開示させる制度をぜひとも整備しなければいけない。

これは何を意味しているかと申しますと、アナリスト判断に必ずしも依存するのではなく、できるだけ企業が開示した情報をもとにして投資家が判断できる環境を整備する、これがどうしても重要なのではないのでしょうか。

さらに、業者に対して、企業が悪質な圧力をかけてきた場合には、法律上ないしは行政上の措置をとることも考えていいのではないかと。悪質な圧力というのは、先ほど御説明しましたように、業者との取引の停止ですとか、または削減、ないし

はアナリストに対する情報提供の拒否、こういったことを行った場合、悪質な圧力によって故意に株価判断を歪めたということが明らかになった場合には、これは私、法律の専門家ではございませんので、余り大きなことはいえないのですけれども、やはり相場操縦に類するような行為として、公開企業に対して何らかの罰則を科してもいいのではないかと思います。

そして、最後に投資家ですけれども、アナリストの判断には常にバイアスというものがかかっているのだということを理解させるために、投資情報への取り扱いに対する教育を統一的な視点から行っていく必要があると思います。

このように業者、企業、投資家、そして行政が各責任を負担することによって、アナリスト問題に対するマーケットの信頼を確立していく必要がある、それが今日私が申し上げたい結論ということ

となりえます。

最後はかなり大上段に構えたような結論になってしまいましたけれども、これで私の御報告を終わらせていただきます。

御清聴、どうもありがとうございました。(拍手)

関理事長 それでは、質問をお受けしたいと思いますので、御質問のある方は手を挙げていただきたいと思ひます。

では、私から伺いますが、多くの先行研究がイギリスで行われたという御紹介がありました。このような分析を行った先行の研究者たちは、イギリスのアナリスト問題に対して、これこれの不備があるから是正すべきである、あるいは、須藤さんが最後に政策的インプリケーションで提案されたような方向での取り組みをすべきだとか、そ

のようなことは何か提言・主張されているのでしょうか。

須藤 今回のアナリスト問題に関して特別な提案や論文がイギリスの研究者から発表されたということは、私の知る限りありません。ただ、イギリスのアナリスト行動についての研究が、九〇年代以降急速に増えているのは事実です。したがって、イギリスの研究者が独自に意見を発表するというよりも、今回のFSAの規制案にしてみてもそうした研究者たちの意見がかなり反映されていると考えられるのではないのでしょうか。

質問者 海外でのアナリスト・ランキングに投票できる者は、個人、企業などの網羅された範囲のものなのですか。日本の場合は、どうも先ほどから話があった機関投資家中心にアナリスト・ランキングの投票をさせているように思うのですけれども、その点、いかがですか。

須藤 やはり海外の場合にも、機関投資家を中心にアナリスト・ランキングの質問票は配られていると聞いております。ただ、海外、特にアメリカの場合に特徴的なことは、日本の場合ですと比較的アナリスト個人のランキングというものが中心になって公表されておるようですけれども、アメリカの場合には、そのアナリストが属している業者ごとにランキングを集計して、投票数を集計して、業者のランキングを出すようにもなっていると聞いております。

これは、例えば四人のアナリスト、これをランキングづけるといたします。アナリストA、B、C、Dという四人がおります。アナリスト・ランキングの結果として、アナリストAがトップであった。その場合、得票が一〇〇票入った。次いでアナリストBが八〇票、そしてCが七〇、非常に単純なランキングですけれども。例えばこのア

ナリストAは業者1に属していた。ところが、アナリストBは業者2に属している。そして、アナリストCはやはり2に属していた。ところが、アナリストDとEは業者の1に属している。そうすると、アナリスト個人のランキング以外に、業者のランキングというものもできるわけですね。例えば業者1に関しては、アナリストAが一〇〇票とっているほかに、DとEが六〇と五〇とっていますから、合計すると二一〇票。ところが、業者2に関しては、比較的B、Cとも上位にランキングされているんですけども、二つ合わせれば一五〇しかない。そうすると、業者1と2をランキングすれば、業者1が一番よくて、業者2が二番目だという形で、業者のランキングも出していると聞いております。

逆にいうと、業者のランキングというものは、業者が企業と取引をする場合に影響を与えるとい

われております。そうしますと、当然アナリスト個人のランキングも重要ですけども、業者のランキングを上げなければいけない。そうすると、何とかアナリストのランキングを上げるような形でレポートを書きなさい。逆にいうと、機関投資家に対して受けがいい形でレポートを書きなさいということが、アナリストに対して圧力としてもかかってくるということも、先ほど御説明はしませんでしたけれども、アナリスト問題の要因の一つといわれております。

質問者 ただ、圧力のかかりやすい業者並びに業者の取引先その他の集積がアナリスト・ランキングになってしまつて、客観的だといわれても、個人の票は入つてこないというのは、何か妥当性に欠けているのではないですか。

須藤 そうですね。そのため、現在では、こういったことも先ほど申しましたようにアナリスト

問題の要因の一つにもなっているということで、見直していかうということもいわれているようです。

質問者 米国もしくは英国でアナリストが、例えば機関投資家のファンド・マネージャーと同行で会社に取材に行くとか、単独でアナリストが取材した場合でも、その後レポートを書く前に、ファンド・マネージャーに電話、メール等で情報を流すとか、そういうことについての規制があるのかどうか。また、今回のアナリスト問題というのは、こういった行動についても何か規制をかけるような動きがあったのかどうか。

須藤 対外的な情報の流れに対しては、アメリカにしてもイギリスの規制案にしても、レポートの発行前に企業の干渉を排除するという以外、特別な規制は行なわれていないようです。むしろ、業者内部での情報の流れを強く規制する方向にあり

まして、例えばアメリカの場合には、他の業務部門とアナリストが同時に仕事をするということは極力避けなければいけないという形で規制が行われております。

一方、イギリスの場合には、その規制は少し緩やかです。というのは、図表3の5ですね、「他(部門)の活動に対するアナリストの参加」とございますが、ここでは企業金融部門、まあ投資銀行部門ですね、及び営業・トレーディング部門がその業務を遂行する上でアナリストの知識や経験、情報を活用するということはできます。したがって、投資銀行部門ですとか営業部門がアナリストに対して意見を聞きに行く、または知識を確認しに行くということは禁じられておりません。たしかアメリカでは、これに関してもいわゆるコンプライアンス部門が同席しなければいけないといったような規制になっていたと思います

が、そういった意味では、イギリスでは緩くなっています。ただ、企業金融に関する営業活動といったものにアナリストが同席する、すなわち営業活動にアナリストが直接に参加することについては、イギリスでも禁止されているということになります。

ただこれも、7・16・7Gとありますが、このGというのはガイドランスです。ルールではありません。ルールというのはRで示してあります。したがって、これはガイドランスですから、これに反したからといって、FSAが直接罰則をかけるということとは基本的にはできません。したがって、そういった意味でも、イギリスの規制は、この規制案においても緩いということになります。

質問者 図表5のところに、バイアスについて悲観的、楽観的という記載がありますが、その定義は、何をもって悲観、楽観というバイアスがある

と判断しているのか、教えていただけますか。

須藤 申しわけございません。私もその定義は省略してしまつたんですけれども、定義と申しますのは非常に単純なものでございまして、研究上は実績に対してアナリストの予想がその実績よりも高かつたのか、または低かつたのかということが定義になります。したがいまして、もし実績というものがこのように水平にあらわされるのであれば、予想が実績を上回つた場合、この部分は楽観的バイアスとなりますし、実績に対して予想が下回っている場合には、この実績よりも下回っている部分が一応悲観的バイアスということになります。

したがいまして、この実績に対して、本来心理的バイアスというものは、マーケットの状況がよければ楽観的バイアスがかかりますし、マーケットの状況が悪ければ悲観的バイアスがかかる。こ

アナリスト問題について

の波形が、心理的バイアスということになります。ただ、先ほど私が申し上げましたのは、こうした心理的バイアスのほかに、マーケットの状況がよいときには、この心理的バイアスのほかにさらに戦略的バイアスというものが加わることによつて、この楽観的バイアスが増幅されるんじゃないかということを上げたかったです。質問者 アナリスト判断のバイアスを直接分析することはできるのでしょうか。

須藤 実際にアナリストの推奨というものを数値化して分析することはなかなか難しいので、そこはアナリストの予想というものが判断とある程度パラレルに動くということを前提として、その前提のもとに利益予想のバイアスというものを代理変数という形で使っているということになります。

関理事長 それでは、よろしゅうございますか。

そろそろ時間がまいりました。今日はどうもありがとうございました。

(すとう ときひと・当研究所主任研究員)

※配布資料はホームページでご覧いただけます。

<http://www.jsri.or.jp/>