

# 証券アナリストとは何か

～規制強化の背景と役割について

平成28年10月2日

株式会社資本市場研究所きずな



## アナリストを取り巻く環境

証券アナリストとは専門的な知識をもち上場企業などの分析を行う職業を指すが、今、再びこの証券アナリストの役割について市場関係者の注目が集まっている。

嘗てはエンロン・ワールドコム事件の時、格付機関や証券会社などで実質的な市場のゲートキーパーとしての役割を問われた時もあったが、最近ではコンプライアンスや市場倫理に反するような事案も起きている。今回は、この証券アナリストについて、取り上げたい。

先ず明らかなコンプライアンス違反で、昨年12月と本年4月、外資系証券会社A社及びB社に対して証券取引等監視委員会から行政処分勧告が出された。これは、A社やB社のアナリストが、それぞれの取材を上場企業X社・Y社に行い業績動向に関する未公表の情報を入手したが、X社やY社が公表する前にアナリストから直接顧客や営業員に対して電話やメールで伝えられ、A社及びB社において“法人関係情報を提供した勧誘”が行われていた。また、

顧客であるヘッジファンドや運用会社への営業部門のリサーチ営業をサポートする為に、上場企業への個別取材において顧客と同行したり、入手した個別情報をコンプライアンス部門のチェックなく顧客や営業部門に伝えることが恒常化していたとされている。

次に、空売りを主な投資戦略とする米系ヘッジファンドによる日本企業を標的にした調査レポートが公表されており、7月には伊藤忠の会計処理を疑問視するもの、8月にはサイバダインの業績予想を過大として目標株価を時価の七分の一まで低下させたものが話題となって、一時的には両社の株価を大きく下げている。

(※この行為については取引所トップは疑問視しているが、現時点(9月初め)において金商法上の判断はだされていない。前段落の様に金商法業者の禁止行為ではないが、書かれている内容が風評なのか、また不公正取引に繋がる行為なのか当局の判断が注目される。)

一方、米国においては自主規制機関FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) が、アナリストによる未公表

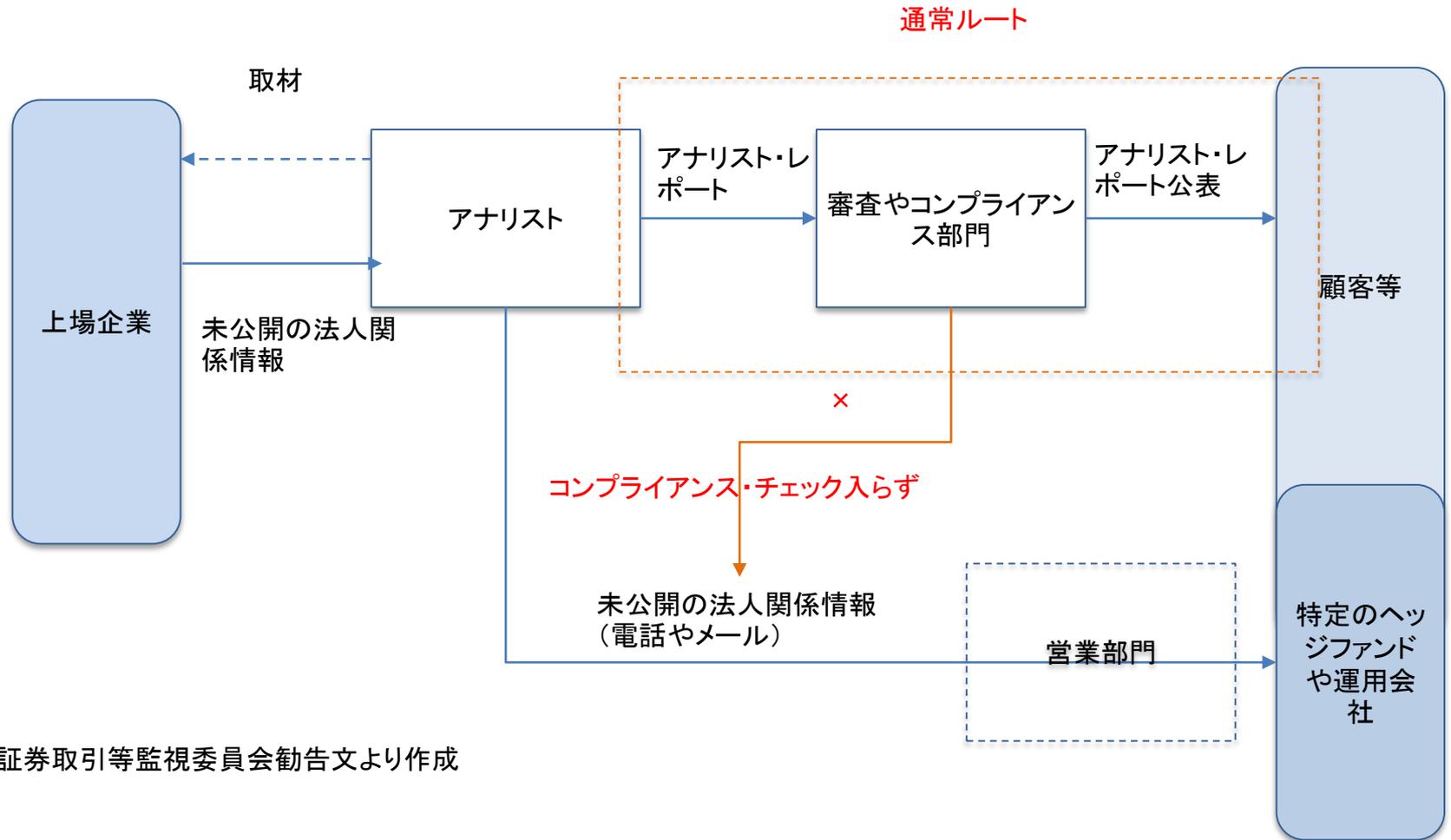
リサーチ情報の選択的開示に係る監督不備及びアナリストをIPOロードショーに参加させたことを理由に米国証券会社に罰金を科している。(日本証券業協会資料より)

また、上場企業の情報開示の在り方を検討していた金融審議会において、今年4月に公表されたディスクロージャーワーキング・グループ報告案(案)では、発行者が重要かつ未公表の内部情報を第三者に選択的に開示することを禁止するルールであるフェア・ディスクロージャー・ルール(例えば、米国においては、「証券の発行企業等が、その発行企業又は発行証券に関する重要かつ未公表の情報を特定の情報受領者に対して開示する場合、意図的な開示の場合は同時に、意図的でない開示の場合は速やかに、当該情報を公表しなければならない」とするルール)の具体的検討の必要性が示されている。

我が国の株式市場全体を見渡せば、コーポレートガバナンス・コード(企業)やスチュワードコードシップ(機関投資家)などの市場改革は進んでおり、機関投資家などの運用力向上や個人投資家層の拡大なども市場参加者の質量

両面の拡充としての政策期待があるが、その為にも専門的知識を駆使して企業の分析を行うアナリストの重要性が一層増している。今見直されるのはアナリストとしての本来の分析力の向上であり、不平等な取引を発生させないための情報の扱いや情報発信の在り方なのだろうが、それは同時にアナリスト機能を利用しようとする証券会社や投資家の問題でもある。

# アナリスト情報伝達の問題事案(イメージ)



※証券取引等監視委員会勧告文より作成

## アナリスト規制について

自らの企業分析でアナリストとしての優劣を競うのならまだしも、アナリストの立場を利用して企業から取得した未公開情報を特定の顧客に伝える“早耳情報”が横行すると、その数字だけが先行したり情報入手時期の競争になりかねず、結果として企業分析の質を落とすし、不公正取引に繋がるリスクが増す。

日本証券業協会では今まで、証券会社等におけるアナリスト・レポートの作成・公表などに関する社内管理体制については「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」を2002年1月に策定しているが、今回は証券アナリストの企業への取材や投資家への情報伝達に関するガイドライン(案)を作成して本年7月29日に公表している。その概要は次の様なものだ。(※「協会のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン(案)」を平易化・簡略化した。)

### 【企業への取材等について】

未公表の決算期の業績に関する情報の取材等は原則行わない。また、未公表の決算期の業績以外の定量的な情報のうち業績が容易に把握できるものは取材等を行わない。それ以外の取材等は認められが、例示として以下の様なもの。

- ・定量的情報のうち、未公表の決算期の業績と無関係な情報
- ・公表済みの決算期の情報
- ・未公表の決算期の情報であって業績以外に関する定性的な情報
- ・(来期以降の)通期・中期計画、将来予想 等

### 【未公表情報の管理・伝達】

未公表の決算期の業績に関する情報を取得してしまった場合、調査部門の審査担当者又は管理部門に報告する。アナリスト・レポート以外の方法による伝達については、それが重要情報に該当しないものであっても、投資者等に伝達してはならない。また、投資判断に影響を与えるおそれがあると考えられる情報は、投資者に選択的に伝達することは認められない。

## 【情報伝達の6類型と原則的な考え方】

アナリスト・レポート以外の方法による伝達認められる情報は、公表等済みのアナリスト・レポートと矛盾せず、かつ投資判断に影響のない範囲の情報に限られる。

－特定の投資者等に選択的に情報伝達することが原則認められる行為

① 公表等済みのアナリスト・レポートの背景となる事実を補足説明する行為

② 公表等済みのアナリスト・レポートの詳細分析(補足説明)を伝達する行為

－特定の投資者等に選択的に情報伝達することは原則認められない行為

③ 公表等済みのアナリスト・レポートに記載のない長期の分析、評価等を伝達する行為

④ 公表等済みのアナリスト・レポートにおけるレーティング等の設定期間より短期の分析、評価等を伝達する行為

⑤ 公表等済みのアナリスト・レポートに記載のない未公表情報を伝達する(この部分は投資家全般)行為

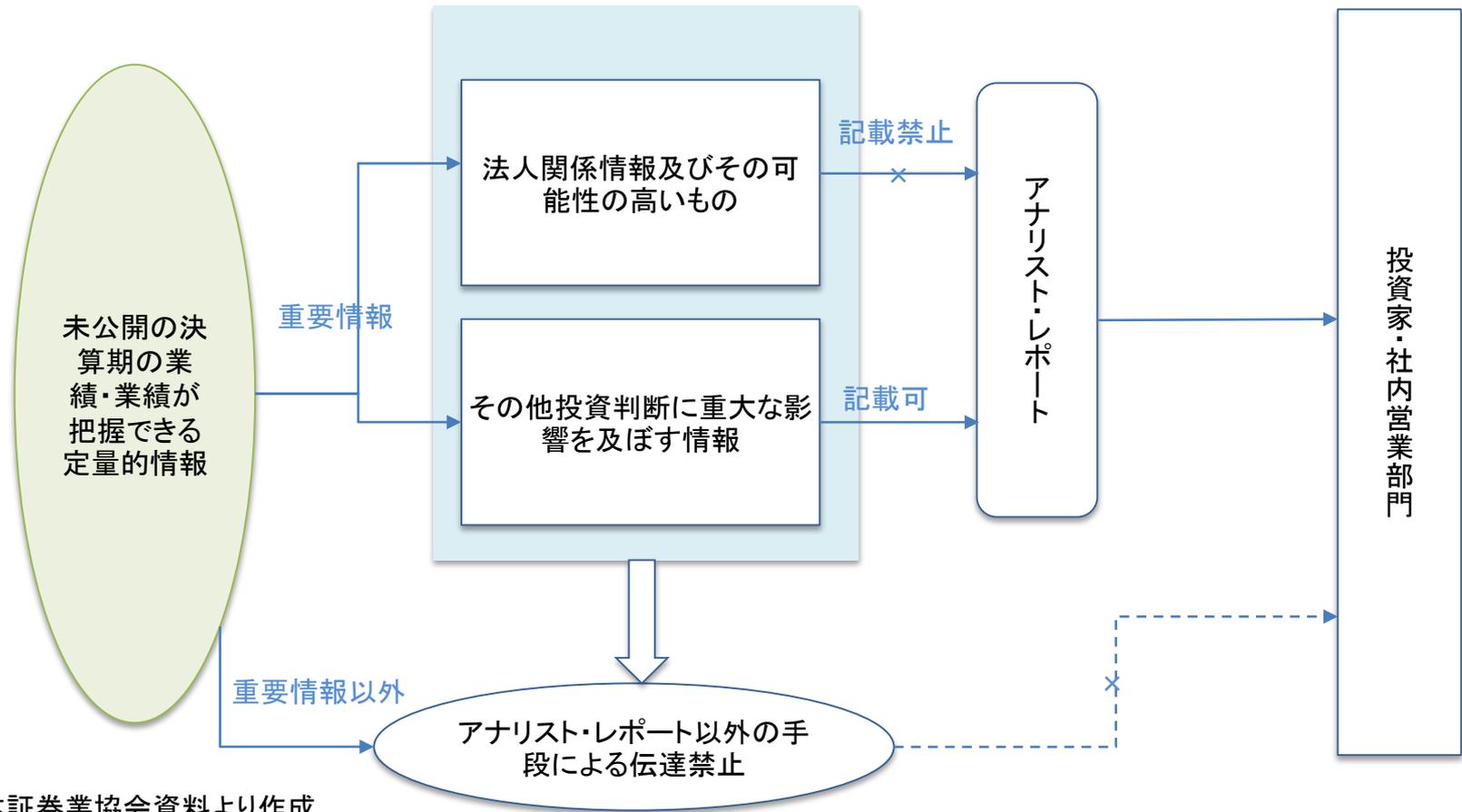
⑥ 発行体の情報に対する分析、評価等であり、公表等済みのアナリスト・レポートの分析、評価等と異なる内容を

## 伝達する行為

なお、特定の投資者等に選択的に情報伝達することが認められる事例として、52の具体的事例が示されているが、今後は上記自主規制のパブリックコメントを経て今秋にも実施されることとなる。

今回のアナリスト規制は、上場企業からの未公開情報の取得やその情報の投資家への伝達が中心となっているが、例えば投資家に大きな影響を及ぼすアナリスト自らが評価するレーティングの変更などの情報について、アナリストが直接投資家や社内の営業部門などに伝える行為については、上記③によって特定の投資家等へ伝達することが禁止されている。ただし、レーティング情報については、その評価や分析を変えない場合においては、アナリスト・レポートに記載されていない長期の業績予想について、特定の投資家等に選択的に情報伝達が行なわれることが認められる事例とされている。いずれにしても、証券会社等における自主規制ではあるが、各社が公正な市場取引を維持する目的のプリンシプル・ベースで判断することが望まれる。

# アナリスト規制における情報伝達イメージ図



※日本証券業協会資料より作成

## 証券アナリストの在り方について

そもそもアナリストとは何なのかということについて考えた場合、企業分析を行っているアナリストだけでも証券会社において顧客の為に分析を行い情報発信している者（セルサイド）、格付機関などにおいて格付けを行っている者、機関投資家において投資家に立場で行っている者（バイサイド）がいるが、これは金商法で定義された業務ではない。その為、アナリスト・レポートは誰でも書くことができるが、企業分析の専門性を確保する為に日本アナリスト協会は認定する証券アナリスト資格を取得するのが一般的だ。

同協会は1962年の設立され2011年には公益社団法人となっており、2013年にはプライベートバンカーの資格認定も始めている。また、自主規制組織ではないが1987年に証券アナリスト職業行為基準を制定して、2000年には受託者としての信認義務、投資管理の成果の提示、利益相反の開示など、2002年には利益相反の防止およびアナリスト個人投資についての開示などを追加している。その概要は次の様なものだ。（下線は、2000年以降の追加部分）

### **【投資情報の提供】**

投資情報の提供・投資推奨・投資管理を行う場合は、綿密な調査・分析に基づく合理的な根拠をもつこと。事実と意見を区別すること。重要な事実については全て正確に表示すること。等

### **【投資適合性の確認】**

投資情報の提供・投資推奨・投資管理を行う場合は、顧客の財務状況・投資経験・投資目的を十分確認すること。投資対象の選定またはポートフォリオ構築を行う際に適用する基本的原則と手法及びその重大な天候については顧客に開示すること。等

### **【不実表示に係る禁止等】**

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や資格について不実表示してはならない。等

### **【受任者としての信任義務】**

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。等

### **【利益相反の防止および開示】**

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。原則、投資推奨等を行う証券の実質的保有をしてはならない。また、以下のことを顧客に開示しなければならない。

・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

・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

#### **【未公開の重要な情報の利用の禁止】**

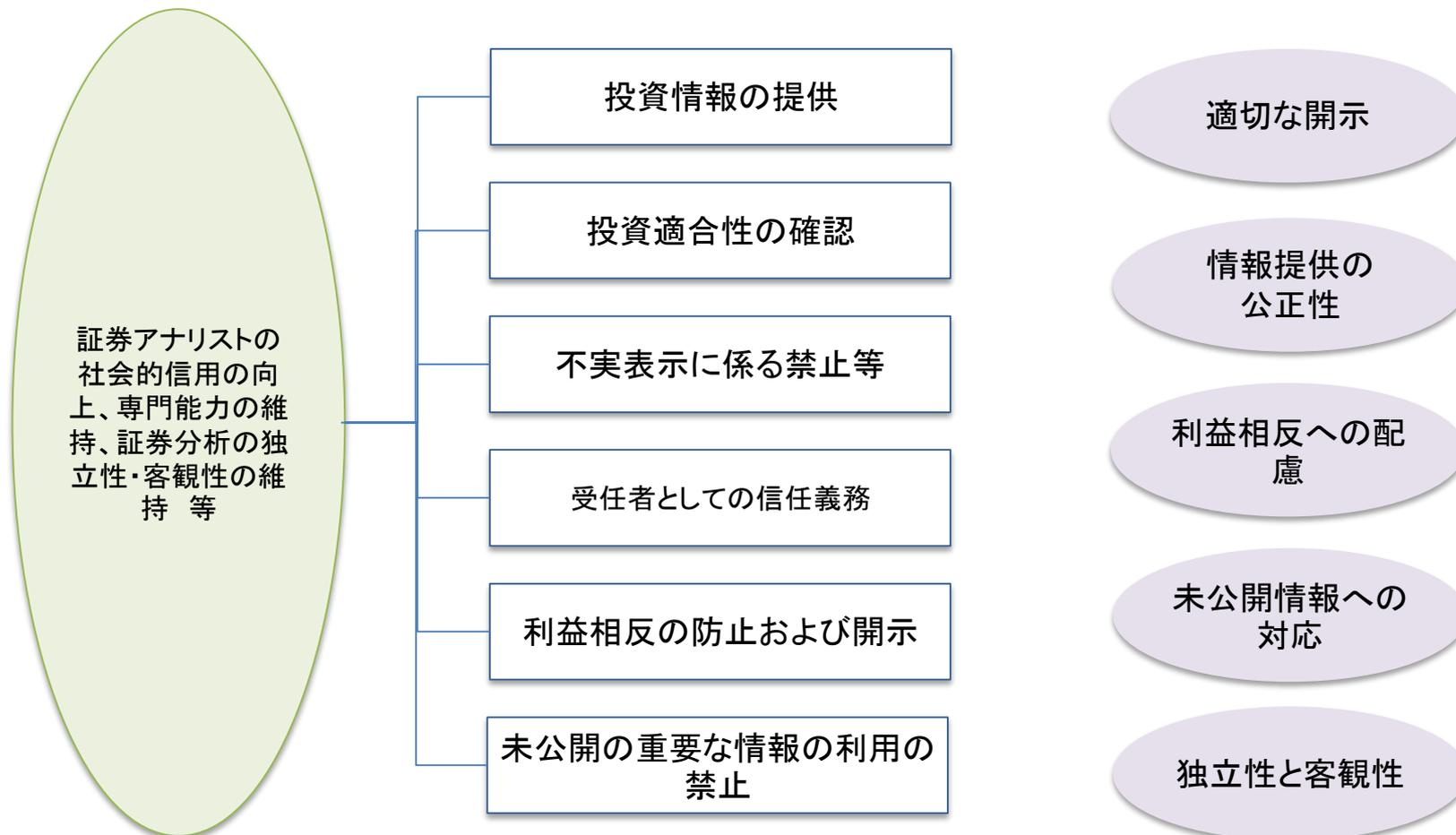
証券の発行者との信任関係その他特別の関係に基づき当該発行者に係る未公開の重要な情報を入手した場合には、これを証券分析業務に利用し、または他の者に伝えてはならない。等

#### **【その他の行為基準】**

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。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。等

これらの証券アナリスト職業行為基準は、アナリスト個々の遵守が求められるとともに、証券会社や金融機関などにおいてコンプライアンス部門での投資情報提供部門に対する管理・運用が必要だと考えられている。本稿第2章で記載したような自主規制はアナリストの情報発信に絞られていたが、行為基準のまで及ぶべきだ。

# 証券アナリスト職業行為基準(概要)



※証券アナリスト職業行為基準より作成

## 資本市場の中における課題と役割について

証券アナリストが資本市場において重要な役割を果たしていることは間違いない。勿論、企業分析を専門的に行うことも重要なのだが、その目的の為に企業開示制度そのものの適正さを見直すことも行われている。

例えば、日本証券アナリスト協会では、投資家等の代表→証券アナリスト→その団体として企業会計基準の品質向上を目指して会計制度に対する意見書を取りまとめて公表しており、企業からの情報発信についてはディスクロージャーの優良企業表彰を行っている。また、資産運用会社による投資パフォーマンス実績の公正な開示に関する基準(グローバル投資パフォーマンス基準)の普及にも努めている。

しかし、資本市場においてアナリストに関する幾つかの課題が引き続き存在していることも事実だ。

一つ目はリサーチ・コスト(アナリスト報酬)の問題だ。大手証券や金融機関(外資を含む)の株式調査部門では企業調査の為にアナリストを多く擁しているが、その費用

は機関投資家を顧客として持つ部門や自己売買部門などの負担となっている。

その負担の原資となるのは、これら顧客からの委託手数料に包摂するソフトダラー方式、若しくは顧客から調査費用を徴収するハードダラー方式、あるいはこれらの折衷で賄われる。しかし、この様な仕組みだとリサーチコストの源泉は機関投資家の運用資産なので、アナリスト数は限られ結果としてアナリスト・カバー(アナリストが調査対象とする企業数)は限られる。日本市場の上場会社数は約3,600社あるが、このアナリスト・カバーは4分の一にも満たない。その為、独立系アナリストの活用が目論まれ、東京証券取引所では一部費用を負担するかたちで(社)証券リサーチセンター(自主的に)やアナリストレポート・プラットフォーム(企業からの依頼で)で企業調査レポート作成(8月末で両方の合計が211社)が行われる様になった。

二つ目は利益相反の問題だ。アナリスト自身の投資の問題は言うに及ばず、自己売買部門と顧客(投資家)からの評価がアナリストの収入を左右するが、公正な分析を行う為には情報提供先からの個々の分析に対する圧力を受けないこと。また、情報入手元である企業から、未公開情報

の提供の見返りとして評価に対するバイアスを受けないこと。これは大手金融機関等ではコンプライアンスの中で利益相反の確認と開示対応が行われ、行政による検査対象ともなるが、独立系アナリスト組織にあっては個々のアナリストの証券アナリスト職業行為基準遵守に頼ることになる。

三つ目は企業のディスクロージャーへの関与の問題だ。ディスクロージャーそのものは企業の問題だが、有価証券報告書などの企業会計規則に沿った正確性が求められる金商法開示、決算短信などタイムリーな公表が求められる取引所の適時開示、そして企業の自発的な開示のIR活動、それぞれにおいてアナリストが係ることが多い。企業からの情報開示は、適時開示やIR活動では企業のプラス面の材料が公表され易く、マイナス面は公表されにくい企業もある。所謂選択的開示の問題だが、これはアナリストの企業へのヒアリング活動の中である程度明確化することもある。問題は、その情報が未公開で投資判断に影響を及ぼすと考えられる時、アナリストが公表を促すことも必要だ。また、未公開情報そのものの扱いは第二章で述べたアナリスト規制に従わなければならない。

アナリストの重要性やその課題については格付機関の議論と相似する部分もあるが、アナリストは単独で存在することが少なく、証券会社や金融機関の中で市場仲介業務として企業分析の情報発信を行う。

結局上記の様な課題は、証券会社や金融機関の中での改革・改善されていくが、加えてアベノミクスで整備されたコーポレートガバナンス・コード、ステewardシップ・コードはセルサイド、バイサイド其々の担うところが大きい。つまり市場改革の実働部分は、アナリストに期待されていると言ふべきだろう。

# アナリストの課題と役割

