

EU金融商品市場指令におけるアナリストの利益相反規制

松 尾 健 一

一 はじめに

本稿は、EUにおけるアナリストの利益相反規制について、その立法過程での議論にも目を配りつつ、検討するものである。

証券会社に所属するアナリストが、所属会社の投資銀行部門の利益を図るために、作成するアナリスト・レポートの内容を操作し、その結果、レポートが客観的に中立の立場から作成されたと信頼した投資者の利益を損なったとされる問題は、エンロン事件前後のアメリカにおいて市場の関心を集めた。その際のアメリカでの議論や、アナリストの利益相反問題に対処するために作られた規制の内容については、すでにいくつかの先行研究において扱われている。¹⁾

これに対し、EUにおけるアナリストの利益相反規制については、十分に紹介、検討されてきたとは言いがたい。E

Uにおいても、アナリストの利益相反規制の国際的な進展の影響を受けて、規制が形成された。規制の前提となる問題意識や規制によって達成しようとした究極的な目的においては、EUもアメリカと共通しているといえる。しかし、規制の内容については、両者の間に小さいとは言えない差異がある。そのような差異が生じた背景を明らかにしておくことには、アナリストの利益相反問題とそれに対する規制のあり方を考えるうえで、一定の意義があると考えられる。

本稿では、EU指令の規制の特徴を明らかにするために必要な範囲で、アメリカおよびIOSCOにおいて形成されたアナリストの利益相反規制の内容を紹介し、つづいてEUの規制の内容をその立法過程での議論とともに整理する。

二 アナリストの利益相反規制の国際的な進展

1 アナリスト・レポートの客観性と利益相反問題

アナリストと、アナリスト・レポートから情報を得ている投資者との間の利益相反は、ドットコムバブルが崩壊し、株価が大きく下落したアメリカにおいて問題とされ始めた。ここでは、アナリストが、所属する証券会社等の利益、あるいはレポートの対象会社の利益を優先し、レポートの客観性・中立性が犠牲にされているのではないかとの疑念もたれた。たとえば、二〇〇一年四月に行われたSECの委員長代行であったLaura Ungerのスピーチ^②では、アナリスト・レポートの九九・一%がストロング・バイ、バイ、またはホルルドのいずれかを推奨するものであったという前年の調査の結果が示され、このような過剰といえる買い推奨の背後には、アナリストの利益相反の問題があると指摘されている^③。

同スピーチでは、アナリストの独立性・客観性を害するおそれのある具体的な利益相反問題^④について、次のように述

べられている。まず、アナリストが所属する証券会社等の投資銀行部門が発行会社から引受業務を受注する際に、アナリストの調査が重要な役割を果たしていることに注目している。すなわち、アナリスト（とりわけ著名なアナリスト）が発行会社に高い投資評価を下していれば、円滑な証券発行が可能になる。反対に、低い投資評価を下すと、証券の発行に支障を来す可能性が生じ、引受業務の獲得競争において証券会社の不利にはたらく⁵⁾。このような状況において、アナリストが独立を保って客観的なレポートを作成するのは困難になる。アナリストの報酬が、投資銀行部門の収益や参加した新規発行案件の数に連動することとされていた事例があつたと指摘されており、そのことがこのような利益相反の度合いを増幅させていたとも述べられている。

また、株式の新規公開の局面では、アナリストが、所属会社と利害関係のあるベンチャーキャピタル等が出資している企業に対して、好意的な内容のアナリスト・レポートを発行し、株価が上昇したところで株式を売却して利益を上げるといふ行為が行われているおそれがあるとも指摘されている。

二〇〇二年四月には、ニューヨーク州司法長官が、メリルリンチ社の発行するアナリスト・レポートの投資評価が、同社の投資銀行業務の顧客の勧誘等のために不当に操作されていることが、ニューヨーク州証券法が禁止している「詐欺および詐欺的行為」にあたる疑いがあるとして、ニューヨーク州最高裁判所に対して、同社と同社のアナリストが、同社の投資銀行部門と発行会社との間の関係を開示することなくアナリスト・レポートを発行することの差し止めを求めた。これと同時に、ニューヨーク州司法当局は、同社に対するそれまでの調査の結果を公表した。ここでは、同社のアナリストが、同社の投資銀行部門の業績向上のためにアナリスト・レポートの内容を不当に操作していたこと、投資家に対しては買いを推奨していた証券について、社内では警告的なレーティングをしていたことが明らかにされた⁶⁾。

これらの利益相反問題が明らかになる前のアメリカでは、テレビの金融情報番組に頻繁に出演するスターアナリスト

が脚光を浴びていた。⁽⁷⁾ 個人投資家の多くがそのようなアナリストの作成するレポートにおける投資評価に依存し、そこに示されたレーティング等の結論的情報のみを投資判断に利用するといったケースがみられた。⁽⁸⁾ このため、利益相反によりアナリスト・レポートの内容・評価が歪められていたことは、アナリスト・レポートに対する個人投資家の信頼を大きく損ない、投資者保護の観点から重大な問題として捉えられることとなった。

2 アメリカにおけるアナリストの利益相反規制の展開

アナリストと投資者の間の利益相反が重大な問題であると認識されたことから、利益相反に対する規制の整備・強化が迅速に進められた。

まず、二〇〇一年六月には、全米証券業協会 (Security Industry Association) が、アナリストの利益相反問題に対処し、アナリスト・レポートの中立性・客観性を確保するために証券会社等が依拠すべきガイダンスとして「証券リサーチのベスト・プラクティス」⁽⁹⁾を公表した。同ガイダンスでは、利益相反問題への対応措置として、①投資銀行部門の意向がアナリスト・レポートの評価に影響を及ぼすことを防ぐために、投資銀行部門と調査部門のチャイニーズ・ウォールを強化すること、②アナリストの報酬を投資銀行業務の成果に連動させることの禁止、③アナリスト(および所属証券会社)が保有する株式等の保有状況のほか、投資評価の中立性に影響を与える可能性のある重要な事実の開示等⁽¹⁰⁾が定められていた。

つづいて、全米証券業協会 (NASD) およびニューヨーク証券取引所 (NYSE) も、二〇〇二年五月にアナリストの利益相反に対処するための規則を制定した。その後、サーベンス・オクスレー法が成立し、同法五〇一条⁽¹¹⁾を受けてSECのレギュレーションAC (Regulation Analyst Certification)⁽¹²⁾が制定された。当時のNASDおよびNYSEの規則は、

サーベンス・オクスレー法およびレギュレーションA Cの要求の大部分を満たすものとなっていたが、一部不十分な点があったため、両規則は二〇〇三年七月に改正された。

改正後の両規則におけるアナリストの利益相反に対する規制の一部は、前述の全米証券業協会のガイドランスと重なっており、以下の措置が含まれる。⁽¹³⁾

① 投資銀行部門およびその他の従業員が、アナリストのリサーチに影響・支配を及ぼすことのないようチャイニーズ・ウォールを強化する。アナリストが公表前のレポートについて投資銀行部門の従業員およびその他の従業員（法務・コンプライアンス部門の従業員を除く）のレビューまたは承認を得ることを禁止する。

② アナリストが投資銀行業務の勧誘行為に関与することを禁止する。

③ 証券会社等が、業務を獲得することもしくは報酬を得ることを目的として、またはそれらの見返りとして、対象会社に対して、好意的な格付けもしくは特定の目標値を提供し、または格付けもしくは目標値を変更することを禁止する。

④ 証券会社が、ある会社の引受業務を担当した場合には、証券の募集がされた日から一定の間、⁽¹⁴⁾ その会社を対象会社とするアナリスト・レポートを発行することを禁止する。⁽¹⁵⁾

⑤ 証券会社が、アナリストの報酬の額を、特定の投資銀行業務の取引・案件を基礎に算定することを禁止する。⁽¹⁵⁾

⑥ 証券会社が、アナリスト・レポートの対象会社に対して、公表前のレポートを提供することを禁止する。⁽¹⁶⁾

⑦ 利益相反に関する情報開示として次の事項をアナリスト・レポート等に記載しなければならない。(i) 証券会社等がレポートの対象会社のエクイティ証券の1%以上を保有しているか否か、(ii) レポートの対象会社が証券会社等の顧客であるか否か（過去二カ月間に顧客であったか否か）、(iii) 過去二カ月間に証券会社等がレポートの対象会社に投資銀行業務を提供して報酬を得たか否か、(iv) 推奨内容（バイ、セル、ホールド）の割合および過去二カ月間に投資銀行業務を提

供した対象会社に対する推奨の割合等である。

⑧アナリストが、レポートの対象としている業種の会社の証券をIPOの前に取得すること、およびレポートの発行もしくは格付け等の変更の前三〇日および後五日間に対象会社の証券の取引をすることを禁止する。

3 アナリストの利益相反問題に対するIOSCOの対応

証券監督者国際機構（IOSCO）も、アナリストの利益相反問題に関心を持ち、テクニカル・コミッテイのもとにアナリスト・プロジェクトチームが設置され、構成員の属する法域においてセルサイド・アナリストが現実⁽¹⁷⁾に直面している（直面する可能性のある）利益相反について調査・評価する作業が進められた。同委員会が二〇〇三年九月に公表した報告書⁽¹⁷⁾では、投資銀行業務に従事している証券会社等においては、投資銀行部門が引受業務等を獲得するためにアナリスト・レポートの中立性・客観性が損なわれるおそれがあることが指摘されている⁽¹⁸⁾。そのほか、アナリストが所属する証券会社が自己取引のためにアナリスト・レポートを利用する可能性⁽¹⁹⁾、アナリストの報酬が投資銀行業務の成果等を基礎として算定されるために生じる利益相反のおそれ⁽²⁰⁾なども指摘されている。

同委員会は報告書とともにアナリスト・レポートの客観性を確保するための九つの原則と、その原則が示す内容を實現するために不可欠と考えられる中核的な措置を公表した⁽²¹⁾。以下、原則の内容とそれに対応する核心的措置の内容をみていく。

原則一：アナリスト自身のトレーディングや金融上の利益のためにリサーチおよび推奨の内容が偏ることがないように仕組みを構築しなければならない。

この原則の内容を實現するための中核的措置として、①アナリストが、自身が表明した推奨の内容と矛盾する取引を

することを禁止する、②リサーチ・レポートが公表される前にアナリストがリサーチの対象会社の発行する証券を取得することを禁止する、③アナリストもしくは所属する証券会社がりサーチの対象会社に関する投資ポジションその他金融上の利益を有している場合には、その内容を開示させることなどが定められている。

原則二・一：アナリストが属する証券会社等のトレーディング活動または金融上の利益のために、アナリストのリサーチおよび推奨の内容が偏ることがないような仕組みを構築しなければならない。

この原則の内容を実現するための中核的措置として、①アナリストが所属する証券会社等が、リサーチの対象会社の発行する証券のマーケット・メイクをしている場合、または対象会社に対して重大な金融上の利益を有している場合には、その旨を開示させること、②アナリストが所属する証券会社等は、リサーチ・レポートが発行される前に、アナリストが対象会社の証券もしくはそれに関連するデリバティブについて不適切な取引をすることを禁止することなどが定められている。

原則二・二：アナリストが属する証券会社等の業務上の関係によって、アナリストのリサーチおよび推奨の内容が偏ることがないような仕組みを構築しなければならない。

この原則の内容を実現するための中核的措置として、①潜在的な利益相反を制限し、アナリスト以外の従業員がアナリストのリサーチに対して影響力を行使することを防止するために、アナリストと他の事業部門との間に情報を遮断するための強固な障壁を構築すること、②証券会社等は、アナリストが、将来のもしくは継続的な業務上の関係等の見返りとして、リサーチの対象会社に対して有利なりサーチ、特定のレーティングもしくは特定の目標株価を約束することを禁止すること、③アナリストが、投資銀行部門の営業活動（ロードショー、ピッチ等）に参加することを禁止することが定められている。

原則三：アナリストが属する報告系統およびアナリストの報酬設計は、現実のもしくは潜在的な利益相反を取り除き、または厳格に制限するよう構築されなければならない。

この原則の内容を実現するための中核的措置として、①アナリストが投資銀行部門の報告系統に属することを禁止すること、②アナリストの報酬を、投資銀行部門の特定の取引と直接的に関連させることを禁止すること、③投資銀行部門が、アナリスト・レポートもしくは推奨の公表前にその内容を承認することを禁止すること（コンプライアンス部門・法務部門の監督のもとレポートに記載された事実の正確性をレビューする場合を除く）などが定められている。

原則四：アナリストが所属する証券会社等は、現実のもしくは潜在的な利益相反を察知し、それを除去、管理もしくは開示するための書面化された内部手続きもしくは内部統制を構築しなければならない。

この原則の内容を実現するための中核的措置として、アナリストの所属する証券会社に対して、現実のもしくは潜在的なアナリストの利益相反に対処するための書面化された内部手続きを設けることが定められている。

原則五：証券の発行会社、機関投資家およびその他の社外の者からのアナリストに対する不適切な影響力を排除し、または管理しなければならない。

この原則の内容を実現するための中核的措置として、①アナリストまたはその者が所属する証券会社等に対して、そのアナリストが、証券の発行会社またはその他の第三者から、リサーチ・レポートに関連して報酬その他の利益の提供を受けたか否かを開示すること、②発行会社が、あるアナリストに対しては重要な情報を開示し、他のアナリストに対しては開示しないというように選択的な開示をすることを禁止することが定められている。

原則六：現実のもしくは潜在的な利益相反に関する開示は、完全に、適時に、明瞭に、簡潔に、具体的に、かつ人目を惹く方法でされなければならない。この原則については、中核的措置は定められていない。

原則七：アナリストは高い水準の誠実さを保持しなければならない。

この原則の内容を実現するための中核的措置として、①アナリストおよび（または）アナリストが所属する証券会社等に対して、顧客との関係において誠実かつ公正に行動する義務を課すこと、②アナリストおよび（または）アナリストが所属する証券会社等が、誤導的または欺瞞的な行動をとることを禁止することなどが定められている。

原則八：投資者教育は、アナリストの利益相反の管理において重要な役割を果たさなければならない。この原則については、中核的措置は定められていない。

I O S C O が公表したこれらの報告書および原則は、EUにおけるアナリストの利益相反問題に対する規制をめぐる議論にとって非常に有益であったとされている。²⁴⁾

三 EUにおけるアナリストの利益相反規制

1 EUにおけるアナリストの利益相反問題の認識

アメリカにおいてアナリストの利益相反が、投資者保護の観点から重大な問題となっていたことから、EUにおいてもこの問題に注目せざるを得なかった。たとえば二〇〇二年七月に公表されたイギリスの金融サービス機構（Financial Service Authority: F S A、現在は Financial Conduct Authority: F C A）のデイスカッション・ペーパーでは、ブルームバーグが同年に一月に公表した調査結果によればイギリスのアナリストの推奨のうち、売りもしくはアンダーパフォーマンスと評価したのは全体の一六％にすぎなかったことが示され、イギリスにおいてもアナリストの利益相反によりレポート・推奨の客観性が損なわれているおそれがあると指摘されている。²⁵⁾

もつとも、EUでは、投資者の間でアナリストの利益相反がアメリカにおけるほど重大な問題ととらえられることはなかった。EUでは、ドットコムバブルが崩壊したアメリカのような大きな株価の下落は見られなかった。エンロン事件のようなゲートキーパー（アナリストを含む）の失敗とされた事案はアメリカ固有のものであり、EUでは同種の事案は起こらなかった。また、そもそも投資者、とりわけ零細な個人投資家のアナリスト・レポートに対する依存度は、アメリカに比べると格段に低かったといわれている。EU加盟国の株式保有構造をみるとアメリカに比べて大株主の保有比率が高く、家計の金融資産のうちエクイティ投資に向けられるものはアメリカに比べると少ない。株式保有の分散度が比較的高いイギリスにおいてさえ、機関投資家はアナリストによるリサーチをそれほど重視しておらず、アメリカのように頻繁にテレビに出演するスターアナリストが生まれる土壌がなかったと指摘されている。²⁴⁾

2 アナリストの利益相反規制に向けた動き

前述のように、EUではアナリストの利益相反が投資者に具体的な損害を及ぼしたとは認識されておらず、利益相反問題への対処が重要な政策課題となる必然性はなかった。しかしながら、IOSCOがアナリストの利益相反問題についての報告書、およびその問題に対する施策を公表するなど、アナリストの利益相反リスクが国際的に認知され、それに対して何らかの規制が必要であるとのコンセンサスが形成されていった。そのような中で、EUにおいてもアナリストの利益相反に対する規制を設けざるを得ない状況になった。²⁵⁾

二〇〇二年四月、EU財務相理事会において、EU委員会としてアナリストの役割を評価し、アナリストの市場への関わり方を改善するための措置について検討すべきであるとする合意がされた。これを受けて同年一月、EU委員会はこの課題を検討するためのフォーラム・グループを設立した。同フォーラムは、加盟国の規制当局者、法律・会計の

専門家、学者、金融業者（セルサイド、バイサイドの双方を含む）等によって構成され、二〇〇三年九月にEU委員会に對する勧告を公表した。⁽²⁶⁾

同勧告はアナリストの利益相反に對する規制の基礎となる五つの原則と、それに関連する三つの勧告事項からなる。⁽²⁷⁾ 原則の一つとして、「利益相反の回避、予防、管理」があげられ、「アナリストが所属する証券会社等は、アナリスト個人における利益相反および会社における利益相反を認識し、かつそれを回避、予防もしくは管理するために有効な統制システムを備えなければならない」としている。この原則に関連する具体的な勧告として、①アナリストと投資銀行部門との間にチャイニーズ・ウォールを設け、コンプライアンス部門が同意した場合などに限ってアナリストが投資銀行部門と接触することを認めること、②証券会社等は、アナリストの報酬を個々の投資銀行業務に連動させてはならず、報酬の決定に際してはリサーチのパフォーマンスの定量的な計測の結果を考慮すべきこと、③証券の引受シンジケートに属する証券会社に所属するアナリストについては、公募価格決定後一定期間レポートの発行を禁止すべきである（クワイエット・ピリオドを設ける）こと等、⁽²⁸⁾ 同時期に公表されたIOSCOの原則と核心的措置と同等のものがあげられている。⁽²⁹⁾

他方で、アナリストが投資銀行業務の勧誘等（ロードショー、ピッチを含む）に参与することを禁止すべきことは明示的には勧告されていない。証券会社等は、投資銀行部門とアナリストの間で生じる利益相反問題を認識し、必要に応じて、利益相反を防止し、監視しなければならないとされているのみである。このため、フォーラム・グループの勧告は、ベスト・プラクティスを提示するものであって、プリンシプル・ベースの規制であり、業界の自己規律に信頼をおくものであったと評価されている。⁽³⁰⁾

フォーラム・グループは、アメリカのようにアナリストを投資銀行部門から法的に分離させることが、ヨーロッパに

おいても適切といえるかは疑問であるとしている。すなわち、アナリストによるリサーチには相応のコストがかかること、とくに中小規模の会社が発行する証券については流通市場における取引量が少ないため、継続的なりサーチにかかるコストの財源をブローカレッジ業務からの収入に求めることは経済的に不可能である。このため、伝統的にヨーロッパのいくつかの国（とりわけイギリス）では、中小規模の会社は、証券発行の際に引受業務を担当した投資銀行等からアナリスト・リサーチの提供を受けてきており、リサーチにかかるコストの財源は投資銀行業務に求められてきた。

したがって、アナリストを投資銀行業務から完全に分離すると、リサーチ・コストの財源を投資銀行業務以外に求めるを得なくなる。アナリスト業務の報酬を投資銀行業務の報酬と分離して顧客に求めることは、アナリストの独立性の観点からは望ましいかもしれないが、それは必ずしも現実的ではない。ヨーロッパでは独立のアナリストは少なく、バイサイドのアナリストよりセルサイドのアナリストの方が多いという事実は、アナリスト業務の報酬を他の業務と分離して得ることが困難であることを示している。そうすると、アナリストの業務・報酬と投資銀行業務の厳格な分離を求めることは、アナリスト・レポートの対象となる会社の数を減らし、リサーチの質を低下させるおそれがある。それならば、アナリストの投資銀行業務への関与を開示し、投資者がそれを理解したうえでアナリスト・レポートを利用することを条件として、アナリストと投資銀行業務の分離を厳格に求めない方が、レポートの対象となる会社および投資者の双方にとって望ましいというのである³¹⁾。

3 EU指令における利益相反問題への対応

EUにおいてアナリストの利益相反問題に指令レベルで本格的に対応したのは二〇〇四年の金融商品市場指令（MiFID）³²⁾であった³³⁾。もともと、MiFID本体としては、一八条において、投資業者³⁴⁾に対し、業務の過程で生じる顧客

との間の利益相反を認識するためにあらゆる合理的な措置をとること義務づけ、一三条三項において、投資業者に対し、組織上の措置の構築・運営を通じて、利益相反によって顧客の利益が損なわれることを防止するためのあらゆる合理的な手段を講じなければならないとするにとどまる。アナリストの利益相反によってレポートの客観性が損なわれるという問題について、とくに対応した規定はMiFID本体にはなく、二〇〇六年のMiFID実施指令⁽³⁵⁾に具体的な規定が設けられた⁽³⁶⁾。

MiFID実施指令制定の道のりは平坦なものではなかった。二〇〇四年一月二〇日、EU委員会は、CESR (Committee of European Securities Regulators) に対し、二〇〇五年一月末までにMiFIDを実施するための措置についてテクニカル・アドバイスを提出することを求めた(第一諮問)。また、二〇〇四年六月二五日にも、同様にCESRに対し、二〇〇五年四月三〇日までにテクニカル・アドバイスを提出することを求めた(第二諮問)。CESRは、二〇〇五年一月末までに第一諮問に対するテクニカル・アドバイスをフィード・バックコメントとともに公表し、同年四月三〇日には第二諮問に対するテクニカル・アドバイスをフィード・バックコメントとともに公表した。最終的なテクニカル・アドバイスの提出までに、CESRは二〇〇四年六月に第一試案⁽⁴¹⁾を、同年一月に第二試案⁽⁴²⁾を公表してパブリック・コメント手続きに付した。

第二試案においては、市場関係者からの意見を反映して修正が加えられ、最終的なテクニカル・アドバイスにおいても、第二試案に対して寄せられた意見を反映させるための修正が加えられた。さらに、テクニカル・アドバイスを受けて制定されたMiFID実施指令も、テクニカル・アドバイスの通りのもとはならず、相当の修正が加えられた。それぞれの段階において修正が加えられた事項の中には、アナリストの利益相反規制を定める重要な規定に関するものも含まれていた。以下では、これらの修正の過程にもふれながら、利益相反規制の内容をみていくこととする。

4 EU指令におけるアナリストの利益相反規制の内容

(一) 投資リサーチの定義

前述のように、M i F I D一八条は、投資業者に対して、投資業者（の従業員）と顧客の間の利益相反を認識するための合理的な措置をとることを義務づけているが、アナリストの利益相反問題に特化した規定はおいていない。同条三項において投資業者が複数の投資サービス（たとえば証券の引受け）と付随サービス（たとえばアナリスト・レポートの提供）を同時に行なう投資業者における利益相反を覚知し、防止するために投資業者がとるべき対策を定めた実施細則を定めなければならないとしている。これを受けてM i F I D実施指令二五条は、アナリストの利益相反問題に特化した規制を定めている。

同条は、「アナリスト」の定義によってその適用範囲を決定する方法をとらず、顧客もしくは公衆を対象とした、または継続的に配布される可能性のある「投資リサーチ」を作成する投資業者に対して適用されることとなっている。これにより「投資リサーチ」の定義によって、同条の定める特別な利益相反規制の適用範囲が決まることとなる。

当初、「投資リサーチ」とは、M i F I D付属書IセクションBに定められているものを意味するとされていた。そこには「付随サービス」にあたる行為の一つとして、投資リサーチおよび財務分析または金融商品の取引に関する他の形式での一般的推奨があげられていた。さらに、二〇〇三年の市場濫用指令の実施指令¹³では、「推奨」とは、金融商品の現在もしくは将来の価値もしくは価格に関する意見を含む、金融商品またはその発行者に関する明示的または黙示的なりサーチもしくはその他の情報をいうとされ、「リサーチ」とは、金融商品またはその発行者に関して直接・間接に特定の投資推奨を表明した情報を意味するとされていた。

このため、市場関係者の間では、アナリストによる投資家一般に向けられたレポートや推奨だけでなく、証券会社の

従業員がアナリスト・レポートにもとづいて顧客に対して行なう推奨や、さらには顧客に対する一般的な金融商品取引の勧誘における推奨までも「投資リサーチ」に含まれることとなり、利益相反規制の適用範囲が広くなりすぎるのではないかとの懸念が示された。⁽⁴⁴⁾

そこでCESRは最終のテクニカル・アドバイスにおいて、金融商品等に関する推奨のうち、①その情報がマーケティング・コミュニケーション⁽⁴⁵⁾であることが明確に表示・記載されている場合、②その情報が投資リサーチの独立性を強化するための要件に従って作成されたものでないことが明示的に記載されている場合、③その情報が頒布または表明された状況において、合理的な者であればそれが投資リサーチであるとは思われないと認められる場合には、利益相反規制の適用を受ける「投資リサーチ」にはあたらないこととした。⁽⁴⁶⁾

しかし、MIFID実施指令においては、テクニカル・アドバイスにさらに修正が加えられ、利益相反規制の対象となる「投資リサーチ」とは、金融商品の現在もしくは将来の価値もしくは価格に関する意見を含む、金融商品またはその発行者に関する明示的または黙示的なりサーチもしくはその他の情報であって、投資戦略を推奨するもののうち、次の条件を満たすものに限ることとされた(同二四条一項)。その条件とは、①投資リサーチ(またはこれに類似する名称)を付して、または、客観的もしくは独立性のある説明として表明されたものであること、および②その推奨が、投資者から顧客に対してされたとした場合、MIFIDにいう投資助言の提供⁽⁴⁷⁾にあたらぬものであることである。

投資リサーチに該当しない推奨は、マーケティング・リサーチとして扱われることとなり、そのような推奨を作成または頒布する投資業者は、それがマーケティング・リサーチにあたることを明らかにしなければならぬ。また、そのような推奨が、投資リサーチの独立性を強化するための要件に従って作成されたものでないことを、明確かつ目につきやすい形で記述しなければならぬとされている(同条二項)。

(二) アナリストの利益相反に対処する具体的な措置

MiFID実施指令二五条一項は、顧客もしくは公衆を対象とした、または継続的に配布される可能性のある投資リサーチを作成する投資業者は、投資リサーチの作成に関与するファイナンシャル・アナリスト⁽⁴⁸⁾、およびその職務もしくは業務上の利害が、投資リサーチの交付を受ける者の利害と相反するその他の関連当事者⁽⁴⁹⁾について、二三条三項に定めるすべての措置の実施を確保することを義務づけている。ここにいう「その他の関連当事者」には、投資銀行部門（コーポレート・ファイナンス部門）の従業員が含まれる（MiFID実施指令前文三〇）。

MiFID実施指令二三条三項は、投資業者の行なう投資サービス・投資活動に関して、顧客の利益を害する重大なリスクを伴う利益相反状況全般について、利益相反を管理するための措置を講じ、関連当事者が独立性を保って行動できるようにしなければならないとしている。利益相反を管理するための措置には、少なくとも次のものが含まれる。

(1) アナリストと他の部門の関連当事者との間の情報遮断措置―チャイニーズ・ウォール

MiFID実施指令二三条三項(a)は、利益相反リスクを伴う活動に従事する関連当事者間で情報のやり取りが行われることによって、顧客の利益が害されるおそれのある場合に、それを防止し、または統制するための有効な措置をとらなければならないとする。

アナリストと他の部門の従業員との情報交換を制限する措置については、CESRの第一試案の段階から示されていた。第一試案では、アナリストとの情報交換の制限の対象を、利益相反リスクがとくに高い投資銀行部門（コーポレート・ファイナンス部門）に限るか、それ以外の部門との間でも情報交換を制限すべきか、意見が求められていた。⁽⁵⁰⁾ MiFID実施指令は、情報交換の制限の対象を投資銀行部門に限定しなかった。

(2) アナリストに対する監督の分離

MIFID実施指令二二条三項(b)は、利益相反リスクを伴う活動に従事する関連当事者について、それぞれ分離して監督しなければならないとする。したがって、アナリストが、利益相反の可能性のある他の部門(とくに投資銀行部門)の監督に服することは禁止される。このような措置をとるべきことは、CESRの第一試案の段階から一貫して提案されていた。⁽⁵¹⁾

(3) アナリストの報酬と他の部門の収入等との連動の禁止

MIFID実施指令二二条三項(c)は、ある業務に従事する関連当事者の報酬を、その者の業務と利益相反が生じる可能性のある他の事業によって生み出される収入に、直接関係づけることを禁止しなければならないとする。これについても、CESRの第一試案の段階から提案されていた。⁽⁵²⁾

(4) アナリストに対する影響力の行使の防止

MIFID実施指令二二条三項(d)は、関連当事者が、他の者が投資サービス・投資活動・付随サービスを行なう方法に対して、不適切な影響力を行使することを防止しなければならないとする。

(5) アナリストが他の部門の業務に関与する場合の利益相反の防止・統制

MIFID実施指令二二条三項(e)は、ある関連当事者が同時に複数の投資サービス・付随サービス・投資活動に関与することが、適切な利益相反の管理を損なう場合には、それを防止し、または統制しなければならないとする。

ここで問題となるのは、アナリストが投資銀行部門（コーポレート・ファイナンス部門）の営業活動（ロードショー、ピッチ等）に関与することの可否である。CESRの第一試案では、アナリストがロードショーやピッチに関与することを原則として禁止し、それらの業務に関与することがアナリストの客観性と矛盾しない、もしくは矛盾しないと考えられる合理的根拠のある場合には、例外的に関与することを認めるとしていた。⁽⁵³⁾

これに対して市場関係者からは、第一試案に示された規制は、事実上、アナリストが投資銀行部門の営業活動に関与することを禁止することとなる。しかし、投資銀行業務の営業活動、とくにピッチやロードショーにおいてアナリストが果たしている役割は重要であり、それを損なうべきではないとの意見が強かった。⁽⁵⁴⁾ これを受けて、CESRは、アナリストが特定のロードショーに積極的に参加するのではない場合には、利益相反が生じる可能性は生じないとみることができるとして、そのような場合におけるアナリストの関与は、「アナリストの客観性と矛盾しない」と考えることができるとした。⁽⁵⁵⁾

MIFID実施指令においては、アナリストが投資銀行部門の営業活動に関与することについて、明示的にふれた規定はおかれず二二条三項（e）のような一般的な利益相反規制が定められた。⁽⁵⁶⁾ もともと、前文三六は、ファイナンシャル・アナリストは、アナリストの客観性の維持と矛盾する場合には、投資リサーチの作成以外の業務に関与してはならないとし、引受けのような投資銀行業務への参加、ピッチまたはロードショーへの参加、その他発行会社のマーケティングの準備に関与することは、通常、アナリストの客観性維持と矛盾するとみなされるとしている。

以上（1）から（5）の措置については、投資業者の規模および活動、および顧客の利益を害するリスクの重大さの双方に照らして、関連当事者が適切な水準の独立性をもって職務を遂行することを確保するために設計されなければな

らないとされている(Mifid実施指令二二条三項柱書)。このことから、アナリストの利益相反どのように管理するかについては、投資業者に、その規模等に依じて一定の裁量が認められると解されている。⁽⁵⁷⁾

(1) から(5)に加えて、Mifid実施指令二五条二項は、投資リサーチを作成し、頒布している投資業者に対してのみ課される規制として五つのものを定めている。これらはいずれもCESRの第一試案の段階から提案されていた措置である。⁽⁵⁸⁾

(6) 投資リサーチを利用した取引の禁止

同項(a)は、ファイナンシャル・アナリストおよびその他の関連当事者は、投資リサーチの内容または公表のタイミングが、公に知られておらず顧客が入手できない段階で、その投資リサーチに関係する金融商品の取引を行なってはならないとする(善意かつ通常のマーケット・メイキングの過程で行なう取引を除く)。

(7) 推奨と矛盾する取引の禁止

同項(b)は、ファイナンシャル・アナリストおよびその他の投資リサーチの作成に関与する関連当事者は、現に行なっている推奨と矛盾する取引をしてはならないとする。ひとたび頒布・表明された推奨は、それが撤回され、または失効しない限り、現に有効な推奨とみなされる(Mifid実施指令前文三四)。資金的な困難による個人的な事情で、ファイナンシャル・アナリスト等が自己の有するポジションの清算を余儀なくされたというような場合(同前文三一)には、法務部門またはコンプライアンス部門の事前の承認を得たうえで、推奨と矛盾する取引をすることが認められている。

(8) 誘引報酬の受領の禁止

MiFID実施指令二五条(c)は、投資業者、ファイナンシャル・アナリストおよび投資リサーチの作成に関与するその他の関連当事者は、投資リサーチの内容について重大な利害関係を有する者から誘引報酬(inducement)を受け取ってはならないとする。小規模な贈答品、または投資業者の利益相反方針に明記され、かつ顧客が入手可能な利益相反方針の概要に記載された水準以下のもてなしは、ここにいう誘引報酬にあたらない(同前文三二)。

(9) 有利なりサーチの約束

MiFID実施指令二五条(d)は、投資業者、ファイナンシャル・アナリストおよび投資リサーチの作成に関与するその他の関連当事者は、証券の発行会社に対して、有利な内容のリサーチを約束してはならないとする。

(10) 投資リサーチの公表前レビューの禁止

MiFID実施指令二五条(e)は、投資業者、ファイナンシャル・アナリスト以外の関連当事者は、投資リサーチの頒布の前に、そのリサーチにおける記述された事実の正確性を検証する目的、またはその他の目的(法令を遵守しているか否かを検証する場合を除く)で、投資リサーチの原案(推奨または目標価格が記載されているものに限る)をチェックしてはならないとする。

(三) 利益相反に関する開示

以上のような利益相反に対処するための組織上・管理上の措置が、顧客の利益を害するリスクを抑えるに十分である

と合理的に確信できない場合には、投資業者は、利益相反の性質・原因を顧客に対して明確に開示しなければならないとされている（MIFID一八条二項⁵⁹）。

四 おわりに

三4でみたように、EU指令におけるアナリストの利益相反規制は、大部分においてIOSCOの原則と核心的措置と同等のものであると評価できる。もともと、とくにアナリストと投資銀行部門との分離については、EU指令の規制は他に比べて緩やかであるとも解される。フォーラム・グループの勧告では、アナリストと投資銀行部門を厳格に分離することによって弊害も生じることが指摘され、指令の制定過程でも、投資銀行業務におけるアナリストの役割の重要性が認識されていた。そのような背景もあつてか、たとえばアナリストが、ピッチやロードショーに参加することがどの程度認められるのか、あるいはアナリスト・レポートについてクワイエット・ピリオドを設けなければならないかといった点については、指令の文言からは必ずしも明らかといえない。

これらの点について、実際の運用を知るには、EU加盟国において指令がどのように国内法化されているのかを知る必要があるが、本稿ではそこまで検討することができなかった。また、アナリストと投資銀行部門の分離を厳格に要求した場合、指令の制定過程で懸念されたように、アナリスト・レポートの数や、アナリストによってカバーされる発行会社の数が減るといったことが実際に起きているのかについても、調査が可能であるかもしれない。これらは今後の課題としたい。

*本研究についてはJSPSS科研費若手研究B（課題番号25780069）の助成を受けた。

- (1) 山田剛志「証券アナリストへの法的規制—米国におけるサーベインス・オクスリー法以後の動きを中心に」資本市場 二二六号三三頁以下（二〇〇四年）、矢倉伸介「証券アナリストの利益相反規制」石田眞得編著『サーベインス・オクスリー法概説 エンロン事件から日本は何を学ぶのか』四一頁以下（商事法務、二〇〇六年）、戸田暁「セルサイド・アナリストの中立性確保」証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』一二〇頁以下（日本証券経済研究所、二〇〇七年）等。
- (2) Speech by SEC Acting Chairman: How Can Analysts Maintain Their Independence? (April 19 2001). Available at: <https://www.sec.gov/news/speech/sp0477.htm>
- (3) ハリで問題とされているのは証券会社のプロカレッジ部門に所属するセルサイドのアナリストが作成するアナリスト・レポートである。本稿においてアナリストとは、とくに断らない限り、セルサイドのアナリストを意味する。
- (4) アナリストと投資者との間の利益相反問題の内容については、矢倉・前掲注（一）四七頁以下も参照。
- (5) SECが企業のCFO三〇〇人を対象に行なった調査によれば、五人に一人が投資評価の低いレポートを出している証券会社には、引受け等の業務を依頼しないと答えたとされている（SEC, supra note 2）。
- (6) 平松那須加「米国における証券アナリストをめぐる規制の見直し」資本市場クォーター二〇〇二年夏号四頁以下、矢倉・前掲注（一）四三、六五頁以下参照。
- (7) 平松・前掲注（6）一頁。
- (8) 戸田・前掲注（一）二二二—二二五頁参照。
- (9) Security Industry Association, Best Practice for Research (June 12, 2001).
- (10) 詳しくは、平松・前掲注（6）九頁、矢倉・前掲注（一）五四頁注四二参照。
- (11) サーベインス・オクスリー法五〇一条の内容については、矢倉・前掲注（一）五五頁以下参照。
- (12) レギュレーションACは、証券会社が行サーチ・レポートを発行、頒布、提供する場合、そのレポートには、作成者であるアナリストによってされた、レポート内容がそのアナリストの見解に相連しない旨の認証が含まなければならないとする。その他、レギュレーションACの内容については、矢倉・前掲注（一）五七頁以下参照。

- (13) 矢倉・前掲注(1) 六三頁以下、平松・前掲注(6) 九頁以下参照。
- (14) IPOにおいて主幹事の地位にあった場合には公募の日から四〇日間、主幹事以外の地位で引受業務を行なったものは公募の日から二五日間、二回目以降の募集において主幹事の地位にあった場合には公募の日から一〇日間とされている。アナリスト・レポートの発行が禁止される期間はクワイエット・ペリオド(quiet period)とよばれている。
- (15) 証券会社は、少なくとも年一回は、アナリストの報酬について審査・承認を行なう委員会(投資銀行部門に所属する者を委員とすることはできない)を設置しなければならないとされている。委員会は、リサーチの質、そのアナリストの推奨と対象株式の価格の相関関係等(投資銀行業務への貢献を除く)の要素を考慮して報酬を審査しなければならないとされている。
- (16) レポートの記載内容の正確性を確認する場合に限って対象会社にレポートの内容の一部を提供することが認められているが、その場合も、レポートのドラフトを法務・コンプライアンス部門に事前に提出し、対象会社にレポートを提供したのちに内容を変更する場合には、法務・コンプライアンス部門に変更の理由を通知して承認を得なければならないとされている。
- (17) Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Report on Analyst Conflicts of Interest (September 2003). Available at: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO_PD152.pdf.
- (18) Id., at 8.
- (19) Id., at 9.
- (20) Id., at 10.
- (21) Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, IOSCO Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest (September 25 2003). Available at: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO_PD150.pdf. 同原則の概要は、林宏美「進展する欧州における証券アナリスト規制の見直し」資本市場フォータリー二〇〇三年秋号六頁以下で紹介されている。
- (22) EU Commission, Communication on Investment Research and Financial Analysts, COM 2006 789, at 3 (December 12 2006).
- (23) FSA, Discussion Paper 15 Investment Research: Conflicts and Other Issues at 23 (July 2002). Available at: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp15.pdf>.
- (24) Niamh Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation (Third ed. 2014) 686; FSA, supra note 23 at 36-37.
- (25) たなかはら FSA, Consultation Paper 205 Conflicts of Interest: Investment Research and Issues of Securities at 9-10 (October 2003) は「アナリ

ストの利益相反に対する規制を検討する背景として、この問題に対する規制についての国際的な合意形成がすすんできていることを強調している。

- (26) Forum Group, *Financial Analysts: Best Practices in an Integrated Market* (September 4 2003). Available at http://www.euroirp.com/Content/CMS/documents/EU_Forum_Group_Report_04-09-03.pdf.
- (27) フォラム・グループの勧告については、林・前掲注(21)三頁以下参照。
- (28) ただし、公募期間およびその直後に発生した重要な事項を反映させるため、特定の状況の下でクワイエット・ピリオドを適用しないことが認められている。
- (29) Forum Group, *supra* note 26 at 8-9.
- (30) Moloney, *supra* note 24 at 687.
- (31) Forum Group, *supra* note 26 at 23, 27-28. 戸田・前掲注(一)二二九・一四〇頁は、アナリストと投資銀行業務の分離について、アナリスト・リサーチにかかるコストの財源という観点からもその妥当性を検討する必要性があるとする。
- (32) Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments, OJL 145/L.
- (33) これ以前に、発行会社がアナリストに対して選択的に重要情報を開示することを禁止するフェアディスクロージャー規制については、二〇〇三年の市場濫用指令 (Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), O. J. L 96/16) 44-45(2003年)と同実施指令 (Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest, O. J. L 339/73) に定められていた。
- (34) 投資業者 (investment firm) とは、業として二以上の投資サービスを第三者に提供し、または(か)二以上の投資活動を行うことを通常の業務とする法人をいうとされている (M i F I D 四条二項 (一))。投資サービスには、金融商品に関する注文の受付、顧客のための注文の執行、自己勘定取引等が含まれる (同付属書 I セクション A)。
M i F I D および二〇〇六年の実施指令の翻訳に際しては、日本証券経済研究所『新外国証券関係法令 EU (欧州連合)』(日本証券経済研究所、二〇〇七年)を参照した。
- (35) Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive, O. J. L

(36) なお、2014年5月に成立した第二次金融商品市場指令 (Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU, O. J. L 173/349) 及び金融商品市場規則 (Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012, O. J. L 173/84) に基づくアナリストの利益相反に対処するための規制は定められていない。今後、実施指令等に おいて二〇一六年のMIFID実施指令と同等の規制が定められるものと思われる。

- (37) CESR/05-024c.
- (38) CESR/05-025.
- (39) CESR/05-290b.
- (40) CESR/05-291b.
- (41) CESR/04-261b.
- (42) CESR/04-603b.
- (43) 二〇一三年の市場濫用指令を受けてフェアディスクロージャーに関する規制を定めた実施指令である。前掲(注33)参照。
- (44) CESR05-291b, at 18.
- (45) マーケティング・コミュニケーションとは、証券会社等の従業員が顧客に対する勧誘において発する情報やトレーダーによるコメント、その他の短期的な推奨が含まれるとされている (MIFID Connect, Guidelines on the Application of the Investment Research Requirements under the FSA Rules Implementing MIFID in the UK, at 8 (2007))。

(46) CESR05-290b, at 5-6.

(47) MIFIDにおける投資助言は、金融商品に関する取引に関し、顧客の要請により、または投資業者の側から顧客に個人的な推奨を提供することをいうとされている (同四条四項)。したがって、推奨が顧客に対して個人的にされるものではなく、一般的にされるものであれば、投資助言にあたらぬことになる。

(48) ファインシヤル・アナリストとは、投資リサーチの内容を作成する関連当事者をいう (MIFID実施指令二条四項)。

(49) 関連当事者とは、投資業者の取締役、従業員等をいう (MIFID実施指令二条三項)。

- (50) CESR04-261b, at 42, 46-47.
- (51) CESR04-261b, at 47.
- (52) *Id.*
- (53) *Id.*
- (54) CESR 05-291b, at 21.
- (55) *Id.*
- (56) なお、フォーラム・グループはクワイエット・ピリオドを設けることを勧告していたが（三二参照）、MIFID実施指令にはこれに対応する規制は定められていない（CESRのアドバイスにおいてもふれられていない）。
- (57) Maloney supra note 24 at 692.
- (58) CESR04-261b, at 46-47.
- (59) 第二次金融商品市場指令二三条二項・三項においても同様の情報開示義務が定められている。