



I-OWA マンスリー・セミナー講演より アナリストとしての職業倫理の在り方

講演：原田 武嗣氏 CFA

レポーター：赤堀 薫里

原田 武嗣(はらだ たけつぐ)氏 [CFA]

日本 CFA 協会執行理事、アドボカシー委員会チェアとして倫理・職業基準の日本の投資専門家への普及・促進、コーポレートガバナンス及び資本市場健全性に関わる問題に取り組んでいる。野村アセットマネジメント株式会社でコンプライアンスオフィサー、リスク管理委員会委員、アナリスト、ファンドマネジャーや商品開発及びロンドンオフィス等のヘッドを含む広範な職務に 30 年以上にわたり従事した。また 2002-2006 年には、野村ブラックロック・アセット・マネジメント株式会社で監査役を勤めた。ノースウエスタン大学経営大学院 経営学修士。



企業の役員会等の意思決定だけに関わらず、組織の現場で意思決定をしなければならない局面があります。更に、顧客と投資の相談や、金融機関の担当者と個人の投資家として話しをする局面で常に「これは本当だろうか。本音はどうか。常に正直なのか」と自問自答をする。それはまさに倫理です。

お金は、支払う人と受け取る人の感謝のしるしだということが基本であり、その気持ちを持っていれば、あとはその気持ちに正直であるかどうかがとても重要なこととなります。証券アナリストないし投資専門家としてのアナリストに必要な資質は 2 つあります。

- ①仕事を対象とする事柄について高度な専門知識と能力を持ち、その専門性を常にアップデートして磨いていく。
- ②高い職業倫理を保持し実践していくこと。

基本的にはこの 2 つが車の両輪になり重要です。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

常に金融市場や経済の動き、特にマーケットが暴落した時に、典型的に発生する不祥事と、それに伴って規制が強化され、結果として高い倫理規範が求められるようになったという流れは、世界中どこでも同じでしょう。実体として、この証券アナリストの仕事がどう変化してきたのか、1990年代のアメリカを見てみます。

アメリカの1990年以降は、1992年にウォール・ストリート・ジャーナルで、以前からあった投資銀行部門と証券ブローカー間でのチャイニーズウォール(情報の隔壁)が不十分である点が看過できない重要な問題だという記事が出ました。それ以降、80年代に始まったレーガン政権の規制緩和の流れの中で、景気も長期的にいい状態が続き、90年代末にドットコムバブルがありました。当時、アナリストがインフォシークとエキサイトの強烈な買い推奨をしましたが、実際は収益の出ない実体のない会社だった為、2001年～2002年にかけてそれらが暴落しました。ドットコムバブルやエンロン事件、ワールドコム的事件も2001～2003年の間に発生。企業の粉飾決算、いわゆる利益相反が大きな問題となりました。

70年代の手数料の自由化をきっかけに収益機会が少なくなり、グローバルな競争が厳しくなってきた中で収益優先主義が進み、アナリストが投資銀行部門とタイアップしていきました。IT革命の時は、IPOで海のモノとも山のモノともわからない企業も含めてどんどん資金調達が行われました。

当時、企業側は、内部情報を特定のブローカーや投資銀行に流して買い上げてもらうという行為を、日常茶飯事的に行っていました。IPOが行われた企業の株価収益率は400倍500倍になる状況となったのです。



SEC(証券取引委員会)が、選択的ディスクロージャーの禁止をし、投資銀行部門とアナリストの業務の相互間や、調査対象の企業を否定するような調査レポートの作成の禁止、報酬についても投資銀行部門の業務とリンクを外す、アナリストの個人投資についても規制をかけました。また、公認会計士や監査人についてもSOX法ができ、内部統制やガバナンスを求められました。さらにサブプライムローンとその崩壊の問題が続きました。2010年代に入り消費者保護法とシステムリスクへの対策としてドット-フランク法ができました。

ヨーロッパでは、MiFid II(第2次金融商品市場指令)が来年施行されます。これまでは株式売買の手数料の中に調査費用が含まれていますが、この法律で調査費用は別に払いなさいという動きになっています。日本でも2012年以降に公募増資の時にインサイダーに属するような情報を機関投資家に提供し、それを利用して取引をすることが続発しました。2013年に情報伝達や取引手法



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

に対する規制や、課徴金の見直し、2016年には発行体の取材、情報伝達行為のガイドラインが証券業協会のできるようになり、アナリストの職業倫理の向上が求められています。

この後、講演では、信頼こそ資本市場と投資管理の根幹であること、CFAの職業行為基準や、CFA、CFA協会の存在意義、「投資業界の信頼を回復するための50の方法」から誠実性リストについての解説、最後にアナリストが抱えるジレンマを2つのケーススタディーを用いてわかりやすく解説してくださいました。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

I-OWA マンスリー・セミナー座談会より

座談会：、原田 武嗣氏、参加者のみなさま
レポーター： 赤堀 薫里

岡本 | 最近フィデューシャリー・デューティー（以下、FD）が話題になることが多く、いい事だと思えます。ここでちょっと考えていただきたいのは、個人が FD を宣言するということは、個人が責任を負うことです。大きな企業が宣言した場合、それが実務を携わる人の行動にどれだけ反映されていくのか。私は全ての実務に携わっている人達が FD 宣言を出すべきではないかと考えます。

もし企業が考えている FD と個人の考える FD が違うと感じた時は、きちんと議論するということが必要なのではないのでしょうか。もっと行動に直結しないといけない。つまり、個人も FD 宣言をして、それを企業が容認するということは、従業員による企業のガバナンスにもなるのではないかと思うのです。

最近 CFA 協会から来たメールのバナーには、「You Put Investors First, We Put You First」とありました。これは「CFA のメンバーは、企



業の圧力や業界の圧力を全て跳ね返し、投資家を何よりも最優先し、投資家にとって利益になることをあなたはやるべきです」、そして、「CFA 協会はプロとしてのあなた方を最優先して守りますよ」ということを宣言しているのです。これはよく考えると非常に重い宣言です。日本の場合、会社の命令は従うのが普通ですから、「これはできません」と言っても「ばかなやつだな」で終わってしまう。仮に企業が違法行為と思われる命令を発したとして、その時に「それはできません」という従業員をきちんと守ってくれる組織が必要だと思うのです。それをするのは業界団体ではなくて、職業団体（プロフェッショナル団体）です。CFA 協会はそういう意味ではプロフェッショナル団体だと思います。FD が浸透していくためには、そういうものが必要でしょう。

参加者 | 具体的にはどう守ってくれるのですか。

岡本 | 1980 年代に受験した CFA の倫理の試験問題の過去問の中に、「ある会社にファイナンスの案件があるので、推奨レポートを書いてくれと上司から言われた。あなたは CFA として分析をした結果、買い推奨はできないと結論づけた。それでも書けと言われた時、あなたがプ



長期投資仲間通信「インベストライフ」

口としてとるべき態度は？」という問題がありました。模範解答を見てみると「あなたは会社を辞めるべきだ。辞めると同時にすぐにそのことをCFA協会伝える。CFA協会として業界の主要な関連企業にそれを通達として流す」というのです。そうすることで、企業としての信頼性が薄れてしまいますよね。企業の圧力に対してプロを守る制度ができているかどうかプロフェッショナル団体の一番の重要な点だと思います。同時に企業が違法行為に当たるかもしれないことを行う際のけん制にもなるのです。

参加者 | 分析者として評価してもらったことがフィーになるという形にならない時、会社に向かって、組織の利益を代弁するスピーカーになるということでは、顧客の利益と相關することにはならないですよ。



原田 | それぞれの立場で、それぞれ生活があるわけです。私が判断を迫られる時は、唐突に判断を下すと間違える場合があるので、時間がある場合は、あらゆる角度から考え、中立の立場の第三者だったらどう判断を下すのか日にちをかけてじっくり判断します。瞬時に判断を求められる時は、一定のルールのもと行います。自分も含めてごく普通の人が、倫理的な判断を下さなければならない時に、いろいろな状況の中で出すべき判断を出せないこともあります。

大きな不祥事の中で、普通はそのようなことを犯すような人でない人が不祥事を起こしています。ちょっとした間違いで雪だるま式に問題が大きくなってきている状況があります。そういうことにならないように常に訓練をしていくことが大切です。

どういう仕事でも、自分の利益があり、そこの相反があります。特に、金融商品、投資商品というようリスクの大きい商品を取り扱うビジネスは、利益相反にさらされやすいのです。形があるモノを作って販売しているわけではなく、約束だけで商売しているわけですから。利益相反の立場にあると知らないうちに何かやっちゃってしまっていたのかなと感じることがあります。だからこそ、こういう取り組みを地道にプロモートしていく活動が重要なことだと思います。

参加者 | 正しい内部告発のやり方を原稿に書いたことがありますが、一つのチャンネルだけを使っただけでは駄目ですね。

例えば、内部告発の目安箱があったとします。そこを通じて告発すると、企業のトップと直接コンプライアンスの部署に行く制度を持つ会社がありますが、それは信用できません。告発の内容をどうするのか、情報を握っている人達が個別に判断するようになるためです。何かの問題を告発しようとする時に、上司に言う、社長に伝えるというルートの中で解決することが、一番企業人としての正しい立場です。そこで握りつぶされそうになった時に別の



長期投資仲間通信「インベストライフ」

チャンネルを持たなくてはならない。例えばマスコミで書いてくれる人を確保するとか。CFA協会やアナリスト協会のようなものが、本当にアナリストの倫理を守ると機能してくれればいいですね。

90年代初に信託銀行が自己資本ではなく顧客のファンドから損失補填をしていました。私は最初、匿名の原稿を書きました。また、新聞社に記事を書いてもらうこともしました。多分会社は、私がネタ元だということはわかっていたと思います。余りに私を追い詰めると実名で出されると思い、お互い手を出せない状況が半年か1年ありました。

「イギリスの運用会社にトレーニングに行かないか？」と、追っ払われそうになりましたが、自分のキャリアをその信託銀行に預けた状態では非常にリスクだと思い転職しました。職場環境は良く、辞めたい会社ではなかったですけどね。

どこまでけんかするのは、その時の自分の状況次第です。十分な資産を持っていれば、実名で原稿を書いていたでしょうけど。もし告発をして会社を辞めたとしたら、恐らくどこも雇ってはくれませんよね。雇ってもらえる退路を確保しながら、かつ複数のチャンネルから情報を流せるかたちで戦わなければいけない。

アナリストということ言うと、ゴールドマンサックスや野村証券にしても、そこから餌を貰っている間は、客観的なレポートを書くのは無理だと言い切っていると思います。

原田 | セルサイドのアナリストが独立してカンパニーを作るという動きが今後活発化してくるでしょう。そのレポートは機関投資家が買うことになると思います。ただ実際問題、今セルサイドアナリストをやっている人の中で独立の会社を作り、ビジネスにできる人がどれくらいいるのか非常に疑問が持たれています。

企業にとってのスポークスマンみたいなところもあるし、証券会社と投資銀行と企業にとっては、コミュニケーションをとる大きなチャンネルになっています。今まで投資銀行と隔てられていた所で仕事をやっていた人が投資銀行に戻って顧客担当みたいなことをする人も出てくるかもしれない。また、上場企業に行ってIRの仕事をする人もいるでしょう。全体としては、セルサイドアナリストとして仕事をしてきた人はかなり少なくなると思います。

参加者 | セルサイドのアナリストが減ること自体にそんなに心配はしていません。バイサイドのファンドマネージャーの立場から言うと、そもそも証券会社のアナリストが書いているレポートは、皆が読んで内容が書いてあります。それは基本的に読んでも時間の無駄。ツアーガイドを見て旅行しているようなレベルです。

セルサイドから出てくる情報がどうのこうのとか、ファンドマネージャーやアナリストが減ることが株価形成によくない影響を与えるかということに対しては、そもそもいらぬのだから心配ない。

参加者 | バイサイドに入った方が、まっとうな仕事ができると思います。運用にアナリストの結果を正当に評価されます。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | スチュワードシップやコーポレートガバナンスやフィデューシャリー等、いろいろなものが出てきていますが、仏作って魂入れずじゃしょうがないですね。
実を入れる箱をこれだけ作ったのだから、実のあるものにしていかなければ、もったいないですね。いろいろ問題は多いみたいですけどね。少しずつ進めていけばいいと個人的には思います。今日はありがとうございました。