

1. 会合名	自主規制規則の改善等に関する検討ワーキング（第 33 回）
2. 日 時	平成 26 年 12 月 24 日（水）午後 1 時 30 分 ～ 午後 2 時 45 分
3. 議 案	1. アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則等の改正について 2. その他
4. 主な内容	1. アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則等の改正について 平成 26 年 11 月に開催した前回会合後に、「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」（以下「規則」という。）第 4 条及び第 8 条並びにその考え方の改正案について意見募集を行った。 冒頭、事務局より各社意見及び事務局の考え方について別紙のとおり説明を行い、大要以下のとおり意見交換が行われた結果、規則第 4 条及び第 8 条並びにその考え方の改正（パブリック・コメント案）について、事務局案にて合意を得た。 （主な質問・意見等） ○規則第 4 条について ・第 4 条第 6 項第 2 号の考え方において、「なお、アナリストが法人関係情報を取得している場合は、第 8 条 2 項の考え方へに準じ、公表等は一定期間制限するものとする。ただし、対象となる企業の公表等を行わないことで法人関係情報を取得していること等を推知させる可能性がある場合（業界レポートで対象となる企業のみを削除する場合等）はその限りでない。」と具体的に記載をしていただけないか。 ⇒ アナリストが法人関係情報を取得している場合におけるレポートの公表については、現行規則の中で読むことができると理解している。その実態として各社がどのような運用をされているか意見交換していただきたい。 （事務局） ・法人関係情報を持ちながら、レポートを出すことは、当該情報を明確に伝達していないとはいえ取引推奨行為に形式上該当してしまうリスクが懸念される。現状当社ではほとんどないが、グローバルのプラクティスでは、ウォールクロスすることを選択すると思う。グローバルでは、社として法人関係情報を保有していながら、アナリスト・レポートで取引を推奨しているとみなされるリスクを勘案し、ウォールクロスした上でレポートを出さないことを選択している。 ・アナリスト・レポートは会社分析資料であり、必ずしも取引推奨目的の資料ではないので、レポートの内容についてしっかり確認した上でレポートを出す場合もある。ただし、基本的には出さないこととしている。

- ・定期的に業界レポートを出している中で、ウォールクロスした銘柄1社をレポートから除くと、かえって不自然であることが考えられるので、ウォールクロスした場合でも推知されないようにレポートを発行することが条文の中でどのように読み取れるのかが社内で議論になったことが、今回の意見の背景である。
- ・当社についても、通常出るタイミングでレポートが出ないとかえって危ない（法人関係情報を取得していることを推知させてしまう）と判断をしており、業界レポートにおいても、あるべき銘柄の情報がないということがないように留意している。
- ・規則で詳細に規定するほど実務に影響が出てしまう。どこまで対応すれば良いのか、一律の判断を規則に記載するのは難しい。
- ・この議論を踏まえ規則に記載してほしいが、今回の開示ガイドラインを受けての議論と直接的に関係があるわけではないので、各社の意見を確認したかったという趣旨である。
- ・法人関係情報を持っている状態でも、当該情報の存在を推知させないためにレポートを出すことが可能であると業界として認められるのであればいいと思う。一方で、法人関係情報を保有している状況下でのレポートの発行に関しては、パッシブな対応であれば取引推奨行為には該当しないと思われるが、プロアクティブに発信した場合には、グローバルな考え方では、取引推奨行為にならないのかどうかを考えなければならない。各社の運用はどうか。
 ⇒ 現在は、各社がこれまでの実務で積み上げてきたものの中で個別に判断し対応してきたものであると思う。今後、協会規則として一定のルールを定めるのであれば、もう少し議論を深めていく必要があると思われる。
 ⇒ 当社では、法人関係情報を保有している状況下において、カバレッジ後に初めて出すレポートと強い買い推奨のレポートは公表を止めているが、それ以外の出ない方が不自然だという場合には、レポートを出す運用をしている。
 ⇒ レポートを公表するかどうかについては、法人関係情報とレポートの内容に応じて個別事例ごとに判断すべきであるが、それ以前の対応として、まずはウォールクロスすることについて慎重に対応している。
- ・まずはウォールクロスをしないという前提があり、やむを得ずウォールクロスをした場合については、レポートの内容と法人関係情報の内容を照らし合わせて個別に判断するしかない。そもそも稀なケースであるが、その判断は各社のプラクティスが蓄積されていることから、規則化するとかえって実務上対応しにくくなってしまうのではと思われる。
- ・この議論は、今後の検討課題であるアナリストの情報発信行為やウォールク

ロスの是非に密接に関係してくると思う。次回以降時間をかけて議論していただきたい。(事務局)

○規則第8条について

- ・第8条第1項第3号は、協会員がアナリスト・レポートの公表を制限した場合における当該制限を行ったことについて適正に管理しなければならないと言っており、規則の考え方に記載されている、公表を制限した上で「留意する必要がある」という表現はどうかと思い、「アナリストに対して言動に十分注意を払うよう要請しなければならない」と変更した方がよいと考え、意見を提出した。
- ・第8条第2項第2号の規則の考え方にある「その後の言動に影響を受けることとなり」は、断定的な表現になっているので、「アナリストに対して情報管理の徹底を要請し、推知させることのないよう言動等にも留意する必要があることを徹底しなければならない。」ということ、管理体制の整備にあたって明記しておけばいいのではないかなと思われる。
⇒ 今後議論する予定であるアナリストの行動規制に係る内容が含まれると考える。条文の造りとして、情報管理及びその考え方の枠内で記載する以上、現行の表現が適切であると考え。(事務局)
- ・第8条第2項第2号の規則の考え方において、事務局案では断定的な意味合いが強いと捉える人もいるのではないかなと思うので、「可能性があり」とするべきではないか。
- ・アナリストに限らず、社内でウォールインした人は何らかの制約を受けるのは事実であり、事務局案でよいと考える。

2. その他

平成26年11月に開催した前回会合において、主査からアナリストの行動規制等について今後議論してはどうかとの提案があり、①アナリスト・レポート以外による情報提供行為の実態及びそれに対する自主規制の是非、②ウォールクロスの是非、の2点に関して意見募集を行った。

各社から寄せられた意見について別紙のとおり説明を行った。

寄せられた意見をもとに、今後事務局にて論点の洗い出しとともに、海外の実情について調査を行い、次回WGにて議論を行う予定である。

(主な意見)

- ・アナリストは、個別企業の分析をレポートとして、独立した立場から情報発信するものであるが、一方で、投資家の意見を聞き、それを発行体に伝える

	という役割も担っていると考えている。そうした役割を念頭に、今後、議論を進めてほしい。 以　上
5. その他	※ 本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する問い合わせ先	自主規制企画部（03－3667－8470）