

|         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 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 34 回）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 2. 日 時  | 平成 27 年 1 月 28 日（水）午前 10 時 00 分 ～ 午前 11 時 15 分                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 3. 議 案  | <p>1. アナリストの行動規制（アナリスト・レポート以外の手段による情報伝達行為）について</p> <p>2. その他</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 4. 主な内容 | <p>1. アナリストの行動規制（アナリスト・レポート以外の手段による情報伝達行為）について</p> <p>アナリスト・レポート以外による情報伝達行為の実態及びそれに対する自主規制の是非について、冒頭、事務局にて、資料に基づき海外の実情及び議論の論点について説明を行い、大要以下のとおり意見交換が行われた。</p> <p>議論の結果、アナリストによる選択的な情報伝達行為について何らかの指針が策定されることが望ましいとの認識を共有し、事務局にて議論を取りまとめたうえで、「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」（アナリスト規則）等の取り扱いについて整理することとなった。</p> <p>（主な質問・意見等）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・公表済みのアナリスト・レポートの範囲内の分析や事実を伝達することは可能であり、また、そうした情報を伝達することのみが許容されるということが、基本的な考え方ではないか。</li> <li>・どのような行為が選択的情報伝達とみなされるのかを明確にすべきではないか。全顧客に一斉にアナリスト・レポートを配布等しない限り選択的情報伝達とみなされるのか。あるいは、アナリスト・レポートの公表後に補足的な情報を伝達する行為は、一部の顧客のみに行われることが通常であるが、これは選択的情報伝達となるのか。</li> </ul> <p>⇒ アナリスト・レポートのポータルサイトへの登録をもって公表としている。</p> <p>⇒ アナリスト・レポートの公表という行為については、各社で基準を有しており、専用サイト等に掲載し、顧客が閲覧できる状態となることをもって公表とする考え方が一般的であると考ええる。よって、アナリスト・レポートの公表は、閲覧者に関わらず、選択的情報伝達行為ではないと整理できる。それ以外の行為については、情報の内容にかかわらず、形式的に選択的かどうかを考えると、投資家からの照会に回答する行為や、いわゆるスモール・ミーティングについては、選択的情報伝達であると整理できるのではないかと考える。一方、希望者が自由に参加できるセミナー等の場での説明は選択的情報伝達ではないと考えてよいのではないかと考える。</p> |

- ・アナリストが行う選択的情報伝達の内容について、包括的に検討することが重要である。個別事例を列挙して検討するのではなく、伝達する情報の内容に絞って議論を行うべきである。
  - ⇒ 加えて、社内の営業部門とのやり取りについても議論すべきである。営業部門からアナリストへの照会については、回答を強く要望されるケースもあり、アナリストが不適切な発言をしないよう注意する必要がある。
  - ⇒ アナリスト・レポートの公表後に、対象銘柄の直近の状況との比較や、競合他社との比較について顧客から意見を求められることがあるが、こうした内容はどうか。
  - ⇒ 加えて、アナリスト・レポートにおける分析・評価の背景には、より細かな期間の分析や将来の予測が存在する。例えばレポートには3期分の予測しか書いていないが、それ以上の期間も分析しているような場合だが、これらの情報を顧客に伝達することは可能かどうか検討いただきたい。アナリスト・レポートに記載できる内容は限られることもあり、記載できなかった分析・評価について、アナリスト・レポートの内容と矛盾しない範囲で伝達することは認められるのではないか。
  - ⇒ 既に発行体から公表された情報については、顧客も当該情報を有しているので、規制の対象に加えるべきではないが、通常、顧客は公表された事実に関するアナリストの意見を求めるため、その対応については何らかの指針を策定すべきである。
  - ⇒ 議論を整理すると、公表済みのアナリスト・レポートに対する補足的な情報及び発行体から公表された情報に対する意見・補足説明について、どのように整理すべきかを検討すべきであると考ええる。私見であるが、方向性として、公表済みのアナリスト・レポートの論理的背景やより細かな分析等の補足的情報については、アナリスト・レポートの内容と矛盾しない範囲で伝達することができるのではないか。一方で、補足的な情報であっても、公表済みのアナリスト・レポートに記載されていない情報を選択的に伝達する行為は、規制されるべきであると考ええる。また、発行体から公表された事実についても考え方は同様であり、公表済みのアナリスト・レポートとの整合性で考えるべきではないか。
- ・公表された情報の内容が発行済みのアナリスト・レポートの分析と異なる場合において、過去の分析と異なることや今後見解を変更することを伝達することは可能か。
  - ⇒ 予想を変更する場合には、その旨を伝達しないよう対応しているが、そうした対応をアナリストに要請する根拠として、何らかの指針を策定してほしい。特に、社内の営業部門が顧客から依頼を受け、そうした情報を得

- ようにすることがあり、営業部門の理解を得るために活用できると考える。
- ⇒ 発行体から公表された情報を受け分析・評価を修正する旨については、伝達が規制されるべきと考える。グローバルな実務を見ても、事実以上の内容を伝達する行為については、規制対象とする方向であると考えている。顧客からの照会に対して「回答できない」と伝達するのみでは顧客との関係に支障が生じる可能性もあるので、速やかにレポートを公表するような形で対応している。
- ⇒ 当社はレポートと異なった内容が発行体から公表された場合は、「レポートの内容と違っていた」というレポートを公表する。レポートを公表する前に顧客からコメントを求められれば、「答えられない」と回答している。
- ⇒ 顧客からの照会に対して「答えられない」と回答すると顧客との関係に問題が生じる場合があり、セールスからも文句を言われる。全く答えられないとは言えない。
- ⇒ 当社も同様に、顧客から照会を受けても「回答できない」と伝えるだけであるが、レポートの内容を「見直す」程度の情報は言わざるを得ないのではないか。速やかにアナリスト・レポートを公表することで、顧客からの照会に対して可能な限り回答できるようにしている。
- ⇒ 発行体が情報を公表した後、アナリスト・レポートが公表されるまでの間の対応については、各社で対応が異なっており、その点が顧客にとってサービスの違いと認識される場合がある。各社の目線を揃え、顧客の理解を得るためには、何らかの指針があると良いのではないかな。
- ⇒ 最終的にアナリスト規則を改正するのか、あるいは、改正しなくとも対応できているのか等の結論が不明確な中で、議論の方向性を決めるのは難しいと考える。
- ⇒ アナリスト規則においては、管理すべき最低限の情報について、重要情報として挙げていると考える。指針の趣旨としては、アナリストが重要情報であると判断した情報について、適切に管理すべき旨が規定できれば望ましい。
- ⇒ 規則改正による対応以外でも、取りうる方法は様々であると考えており、その点は今後の議論としたい。本日は、何らかの指針を策定することで、顧客や営業部門からの要望に対処しやすくなるという認識が共有できたと考える。
- ・アナリスト・レポートのターゲット期間とは異なる期間における分析・評価の取り扱いについても議論すべきではないか。投資家はターゲット期間よりも短期の分析・評価を求める傾向があるが、現在は、そうした情報であっても、公表済みのアナリスト・レポートと整合的になるよう苦心して情報を伝

|                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                 | <p>達している。</p> <p>⇒ 当社では、アナリスト・レポートにおけるレーティングのターゲット期間は1年であるが、目先の動向についても、別のアナリスト・レポートを公表することで、短期の分析・評価をカバーしている。当然、アナリスト・レポートを公表するまでは、目先の分析について投資家に情報伝達することはできない。</p> <p>⇒ 当社も同様であるが、アナリスト・レポートの記載方法によって、短期の分析について情報伝達できる場合もある。</p> <p>⇒ 当社は過去に長期と短期の両方についてアナリスト・レポートを公表していたが、現在は、長期のレポートに一本化し、シナリオ分析を加えることで対応している。アナリストの見解に加えて、起こりうる発行体のイベントとその場合のレーティングの変更等をシナリオとして記載しており、その範囲内の情報であれば顧客への伝達を可能としている。</p> <p>・顧客へのペイトレードの提案における売りの取り扱いはどうか。アナリストがペアとなる銘柄をレポートの内容と矛盾せずに顧客に説明することは難しいのではないか。逆にアナリストがこの投資アイデアを話せないとなるとレポートの執筆にも影響が出るのではないか。</p> <p>⇒ バイ・ニュートラル・セルという評価において、アナリストがセルの評価を付す銘柄は少ないと考えるが、その中からペイトレードの銘柄を選択的に提示することについては、投資家の投資判断に影響を与える可能性があるのではないか。</p> <p>⇒ 例えば、ペイトレードにおける買い銘柄と売り銘柄の両方が、買いのレーティングの中から選ばれることもありうる。アナリスト・レポートのレーティングとペイトレードの提案を関連付ける必要はないのではないか。</p> <p>・本日は、選択的情報伝達の制限について、事例を限定列挙するのではなく、基本的な考え方を指針として策定することが望ましいとの結論を得た。今後、当該指針の検討を行うにあたり、現行のアナリスト規則との関連を整理する必要があるため、事務局にて本日の議論を取りまとめ、現行のアナリスト規則と照らしてどのような形で指針を策定すべきかを整理していただきたい。</p> <p style="text-align: right;">以 上</p> |
| 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）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |