

自主規制規則の改善等に関する検討ワーキング・グループ
(第 34 回)

平成 27 年 1 月 28 日 (水) 午前 10 時 00 分
日本証券業協会 第 4 会議室

議 案

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
2. その他

以 上

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

1. 問題認識（自主規制を議論する理由）

アナリストが発行体企業から入手した非公表の情報や当該企業に関するアナリストの見解等について、各社においてアナリストの情報伝達に関する取扱いが異なっているのではないかと。結果として投資家に対するフェアディスクロージャー及び業者間の公平公正な競争の観点から問題があるのではないかと。

2. 自主規制の是非についてのアンケート結果（平成 26 年 12 月 1 日～12 日実施）

- ✓ 規制したほうがよい：3 社（アナリスト・レポート規則により規定：2 社、行為規制に関する新規則により規定：1 社）
- ✓ 規制すべきでない：1 社
- ✓ その他：5 社

3. 海外の実情（シティグループ・グローバル・マーケットズに対する FINRA の処分事例）について

（1）不適切な事例 1

概要
シティのエクイティ・リサーチ・アナリストは、顧客・セールス・トレーダーを集めた「アイディア・ディナー」という会合を開催した。この会合における推奨銘柄についてのアナリストの話は、発行済レポートと矛盾している場合があった。
具体的内容
✓ 2010 年 10 月から 2013 年 10 月にかけて、シティのエクイティ・リサーチ・アナリスト（以下アナリスト）の少なくとも 36 名が、40 を超えるアイディア・ディナーを開催し、又は参加していた。 ✓ 当該期間にシティのアナリストが開催又は出席したアイディア・ディナーのうちいくつかには、銘柄選定のコンテストも含まれていた。 ✓ これらのイベントの際にシティのアナリストによって提供された銘柄選定は、アナリストの公表済リサーチ・レポート及び、シティのトップピック銘柄レポートや米国株注目リスト（アナリストのハイ・コンヴィジョン・アイデア（注：ポートフォリオの銘柄を絞って収益性を上げる投資アプローチ）を伝えるもの）を含む、シティのその他のリサーチの発行物と矛盾することが度々あった。 ✓ 例えば、2011 年 7 月に開催されたあるアイディア・ディナーでは、シティのアナリストがある株式をショート銘柄としていた。しかし、アイディア・ディナーの前に、当該アナリストは当該株式を「売り」から「ホールド」に格上げし、ディナーより前に公表された直近のレポートにおいて、当該企業のレーティングが「ホールド」であることを再度言及していた。このように、当該銘柄について当該アナリストがショート銘柄とすることは、

その時点において、当該アナリストがその銘柄について公表したリサーチ結果と矛盾するものであった。

- ✓ また、当該アナリストはある企業を 2012 年 10 月のアイディア・ディナーにおいてロングとした。しかし、ディナーの 2 日前に、当該アナリストは（当該企業ではない）異なる 4 銘柄を決算期に向けての「お気に入り」銘柄とするレポートを公表していた。よって、ディナーにおいて当該アナリストからロングとされた当該銘柄については、当該アナリストの過去の公表済みリサーチと矛盾していた。
- ✓ シティは株式リサーチ部門のコミュニケーションに係るシティの指針や手続きは、アイディア・ディナーや銘柄選定コンテストについて特段定めていなかったし、これらのイベントにおけるコミュニケーションを監督するための他の合理的な方策を欠いていた。
- ✓ 結果的に、シティはアイディア・ディナーに参加するアナリストに対する適切な管理を欠いていた。

（2）不適切な事例 2

概要
シティの台湾拠点のエクイティ・リサーチ・アナリストは、特定の顧客にのみアップルに関するリサーチ情報を選択的に配布した。この情報はセールスにより、さらに別の顧客にも選択的に配布された。
具体的内容
✓ 2012 年 12 月 13 日に、アップルのサプライヤー（AAPL、台湾証取上場）をカバーしている<u>シティ台湾のアナリストが、AAPL 製 iPhone の受注が減少するとの情報をシティの約 40 の顧客に伝えていたが、この情報は当該アナリストの公表済みレポートには記載されていないものであった。</u> ✓ 同日、FINRA に登録されているシティ台湾の営業員が、AAPL の受注減少について、シティ台湾のアナリストが情報を公表していないことを知りながら、社内のトレーディング部門の人員だけでなく社外の顧客に対しても話をしていた。 ✓ 2005 年 1 月から 2014 年 2 月の間に、シティは自社のアナリストによる、シティの同時配付又は顧客コミュニケーションの指針（「全ての新たな調査結果は、顧客に対して同時に、かつ選択的開示にならず、配布されるようにしなければならない」）に係る違反行為に関して、約 100 通の社内の警告を発していた。 ✓ シティが選択的配布及び顧客コミュニケーションに係る社内指針違反を発見した際に、同社はアナリストに有効な処分を行わなかったことにより、指針を適切に実行して、将来の違反を抑止することができなかった。 ✓ シティはアナリストによるコミュニケーションに係る自社の指針について、適切に順守させることができなかった。

(3) 米国における諸規則

上記3 (1) 及び (2) の事例については、以下の諸規則に該当する。

規則名	条文
FINRA 規則 5280	会員各社は、トレーディング部門の人員が未公表のリサーチ・レポートの発行タイミングや内容を事前に知って、自社又はその他の者の利益のためにこれを利用することのないよう、リサーチ部門からトレーディング部門への情報の流出を禁止又は制限するために合理的に設計された指針及び手続きを作成・維持・実行しなければならない。
NASD 規則 3010(a)	会員各社は、登録外務員、登録営業責任者、その他の特別関係者の行為を管理するため、FINRA の規則に適合するよう合理的に策定されたシステムを設定し、維持しなければならない。
NASD 規則 3010(b)	会員各社は、その従事する各種業務を管理し、登録外務員、登録営業責任者、その他の特別関係者の行う行為を管理するために、FINRA の規則に「適合するよう合理的に策定された、書面化された手続きを設定し、維持し、施行しなければならない。

(4) 処分内容

2014 年 11 月 24 日、FINRA は、リサーチ・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リサーチ・アナリストを IPO ロードショーに参加させたことを理由として、シティグループ・グローバル・マーケットズに対し、1500 万ドル（約 18 億円）の罰金を科した。

4. 日本の関係法令諸規則等

規則名	条文等
アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則第 8 条第 1 項	協会員は、次の各号に掲げる情報（以下「重要情報」という。）について、適正に管理しなければならない。
同規則第 8 条第 1 項第 2 号	発表前のアナリスト・レポートの内容等であって投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすと考えられるもの
同規則第 8 条第 1 項第 2 号の考え方	次のような情報は、「発表前のアナリスト・レポートの内容等であって投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすと考えられる」情報に該当するものと考えられる。 イ 新規カバレッジ ロ レーティングの変更 ハ 目標株価の大幅な変更 ニ 収益予測の大幅な変更
金融商品取引法第 167 条の 2	未公表の重要事実の伝達等の禁止
金融商品取引業に関する内閣府令第 117 条第 1 項第 14 号	法人関係情報を提供しての勧誘行為の禁止

5. アナリスト・レポート以外の手段による情報伝達のパターン（アンケート結果等による）

端緒	場面	手段・方法	情報の内容
情報伝達 (能動的)	・投資家向けセミナー ・個別投資家への情報 伝達 等	・口頭（電話を含む） ・Eメール ・レポート以外の文書	① アナリスト・レポートの内容及びその補足説明 ② 発行体から公表されている事実（統計データ、プレスリリース等） ③ 発行体から公表されていない法人関係情報以外の情報（取材・ミーティング内容等） ④ 法人関係情報に基づかない個別企業に関する分析・評価（公表済レポート以降に行 ったもの）
問合せ対応 (受動的)	・投資家からの個別の 問合せ ・社内資料作成 等		

6. 議論いただきたい内容

- (1) 上記5の①、②の情報を伝達する行為について、それが一部の顧客に対するもの（選択的情報伝達）であっても問題ない行為と考えられるか。
- (2) 上記5の③、④の情報を伝達する行為について、現行規則において、当該情報が重要情報であれば適切な管理を求めている。FINRA の処分事例について、日本の現行法令諸規則に照らしてどのように考えるか。
- ✓ FINRA の処分事例について、自主規制規則又はその考え方において不適切な行為とすべきか。
 - ・「レーティングの変更」は現行規則の考え方に明記している。（不適切な事例1）
 - ・「お気に入り銘柄の変更」は現行規則において重要情報といえるか。（不適切な事例1）
 - ・「受注が減少する」という情報は、現行規則の考え方において重要情報といえるか。（不適切な事例2）
 - ✓ 現行規則において規定している重要情報以外の情報も何らかの管理の対象とすべきか。
 - ✓ 現行どおり重要情報を管理の対象とする場合、重要情報の内容について見直しは必要か。

以 上