

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 35 回）
2. 日 時	平成 27 年 3 月 5 日（木）午前 10 時 00 分 ～ 午前 11 時 10 分
3. 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
4. 主な内容	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 第 34 回会合（平成 27 年 1 月 28 日開催）において、アナリストのアナリスト・レポート以外の方法による情報伝達にあたり、不適切な情報伝達になり得るケースについて議論が行われ、そこで寄せられた意見の仮整理を事務局にて行った。 事務局より、仮整理された内容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。 議論の結果、アナリストによる公表済みのアナリスト・レポートと整合的でない情報伝達の類型について、アンケート等の方法により各社の対応の実態や考え方等を資料としてとりまとめた上で議論する方向性が示された。 今後、各社に意見募集を行い、寄せられた意見をもとにアナリスト・レポート以外の方法による情報伝達のあり方について、規制の是非を含めて検討を行っていく予定である。 （主な質問・意見等） 1. アナリスト・レポートの「公表」について ・アナリスト・レポートの公表に、ID 及びパスワードを入力してログインするサイトでもよいとあるが、手数料や収益貢献に応じて閲覧できるレポートが異なる場合、ウェブサイト上でも選択的な情報伝達が起こり得るのではないかな。実際そうしたケースがあるのかどうか、また、今後サイトの作りを検討するに当たって可能なのか知りたい。 ・手数料等に応じて閲覧できるレポートが異なることは、あってはならないと考える。顧客が自らレポートを選択して閲覧できるのであれば良いが、業者が自社への収益貢献度等により閲覧できるレポートに差をつけると、特別の利益提供や損失補てん等の他のルールに抵触するのではないかとと思われる。 ・アナリスト・レポートの内容が個別の取引に紐づくると特別の利益提供になり得ると考えられるが、自社の投資家分類に従ってマーケティングするケースなど個別の取引に紐づかない形では、異なる内容のアナリスト・レポートの公表はあり得ると聞いている。

- ・選択的情報伝達といっても、アナリスト・レポートの内容によるのではない。公表済みのアナリスト・レポートと整合的な内容であれば選択的情報伝達に該当しないという整理であれば、一般に公表しているレポートの内容の詳細版を特定の顧客に伝達することは問題ではないということも言えるかもしれない。公表の概念のみに絞って議論するより、選択的情報伝達に該当するかどうかという観点から議論したほうがよいのではない。
 - ・公表とは自社のウェブサイトへの掲載に限定されるものなのか。インターネットが普及する前の公表は違う方法により行っていた。公表を定義しようとするならば、色々なケースがあることを前提に考えるべきではないか。
⇒公表の形態については、アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則の考え方に「紙媒体による配布、電子メール・ホームページによる配布」と記載している。
 - ・グローバルでレポートを発行している場合、日本語版、英語版両方ある。その場合、両方のレポートを同時配信しなければ公表とならないのか、それとも公表時期が数時間ずれても問題ないと考えられるのか。選択的情報伝達に該当する内容であれば同時配信であるべきと考える。
⇒様々なケースについて議論が必要と思われるが、こちらで一般的に言えることは、ウェブサイト上で公表されるレポートについて、日本法人が、日本の法制等に従って公表しているのであれば、選択的情報伝達には当たらないと考える。
2. アナリスト・レポートの「配布」に係る「選択的な情報伝達」への該当性
- ・レポートの配布に係る選択的な情報伝達の該当性の議論を進めていくためには、自社のウェブサイトへの掲載以外の方法も含めた公表の定義について、もっと議論を深める必要があると考える。
 - ・現在の公表の形態が、実務的にはウェブサイトに掲載したり、サードベンダーに送信する方法が大部分であれば、それを公表の定義とすることも考えられるのではない。
 - ・当社は、社員用のウェブサイトに掲載した時点で公表としている。その後速やかに社外の方が閲覧可能なポータルサイトに掲載している。
 - ・公表の方法については各社各様で対応しており、決めようと議論しても堂々めぐりになるのではない。社内で適切に考えて努めて平等に扱うようにするというのが現在の規定の前提だと認識している。公表について、個別具体的に決めるのではなく、考え方を決めて対応すればよいと思われる。
 - ・例えば、何らかの理由でウェブサイト上にレポートを公表できない時、レポートをすべての店舗の店頭と同時に置いて来店した人は皆見ることができる

状況も公表の一つの方法といえる。具体的には例示列举の形になると思われる。

- ・ 現在規則の考え方にだけ記載されている公表の概念を明確にすることで、本ワーキングでの議論が進むこともあると考える。
- ・ 現時点では、レポートをウェブサイト上に公表し、その後に特定の顧客に当該レポートを配付する行為は、選択的な情報伝達に該当しないことと整理したい。ウェブサイトに掲載する以外の公表の方法については、公表手段やレポートの内容によっては選択的な情報伝達の問題を考慮しなければならないので、別に議論する必要がある。

3. セミナー等での情報発信に係る「選択的な情報伝達」への該当性

- ・ 前回議論では、個別のメール送信、社内での他部署とのコミュニケーション等の話もあったと思われる。それらの情報伝達について、どのような違いがあり、どういった内容が選択的な情報伝達に該当するのかについて議論してほしい。また、発行体が公表した事実とあるが、どこまでの情報が事実に関連するのかについても議論してほしい。
- ・ ワーキングにおいて議論している「選択的な情報伝達」について今後発信していく上において、「一定の範囲の顧客を対象としたセミナー」と「スモールミーティング（少人数かつ参加者限定による会合）」の違いを分かり易くする必要があると思われる。
- ・ この資料では、レーティングや目標株価の変更に関して、セミナーであれば伝達可能ということになるが、そうではないと思われる。選択的な情報伝達の内容が問題であって、セミナーとスモールミーティングを分ける必要はない。
- ・ 選択的な情報伝達について、人数や伝達方法を議論しても意味がない。伝達する内容次第である。

4. 「公表済みのアナリスト・レポートと整合的でない情報伝達」とは

- ・ ③アナリスト・レポートに記載のない長期の展望、④レーティング等の設定期間より短期の投資戦略に関しては、その内容についてレポートで言及しているかないかで議論した方がいいと思われる。
- ⑤アナリスト・レポートの予想・分析結果と異なる発行体の公表事実に対するコメントで、レポートの見直しをすると伝えるとフロントランニングに当たらないか懸念される。レポートの変更を示唆しない範囲において、発生した事実に対するインプレッション程度なら問題ないのではないと思われる。
- ・ ③アナリスト・レポートに記載のない長期展望について、アナリストは分析した見解を持っていない場合もあると考えられるが、④レーティング等の設

定期間より短期の投資戦略については、月次収支予想の実施等によりアナリストは分析した見解を持っているので、③と④は同列とはいえないと思われる。②アナリスト・レポートの詳細分析（補足説明）において、どこまでレポートに言及しているかによるが、④については情報伝達ができることがあるのではないかとと思われる。

- ・ ③アナリスト・レポートに記載のない長期展望について、レポートでは二期先程度までしか予想していないが、その先について聞かれた場合、何も回答ができないのか、確認したい。また、④レーティング等の設定期間より短期の投資戦略について、レポートで‘買い’としていた銘柄が短期で急騰したとき、投資家から聞かれた場合に、レーティングは変更しないが、「短期で上がっているのでウェーティングですかね。」と回答することが選択的な情報伝達に該当してしまうと、ほとんど何も話せなくなってしまう。
- ・ 選択的な情報伝達と捉える情報の範囲が最も重要である。レーティング、目標株価、長期ビューに範囲を限定して議論するのであれば、それに直接的に関連しない短期ビューやインプレッションは、選択的な情報伝達には該当しないとする考え方がある一方で、その範囲をもっと広く解釈し、インプレッションレベルまで制限している会社もある。各社のスタンスの問題でもあると思われる。
- ・ 発行体に関する単なる事実の伝達については選択的な情報伝達には該当しないと考えるのか確認したい。例えば、工場の生産量が激減するとの情報について、過去にアナリスト・ビューを公表していれば、予想の変更にあたるため伝達することは問題であると思われるが、アナリストがビューを公表していない状況で「生産量激減」という生の情報を一部の顧客に伝えることは選択的な情報伝達として問題とはならなかったのか。
- ・ 各社がレポートで言及する期間は様々である。長期レーティングを示していない社が、レポートに書いていないからという理由で長期展望について何も話せないとなると、実務上困難である。レポートの中での考え方に沿った発言であれば、長期であれ短期であれ、アナリストが回答することは認められてもよいのではないか。
- ・ FINRA の事例で指摘されたレポートと矛盾する内容の詳細が分からない中で、議論を進めていくのは危険だと感じている。
⇒前回ご報告した通り、追加の情報はない。
- ・ ③アナリスト・レポートに記載のない長期の展望と④レーティング等の設定期間より短期の投資戦略については、アナリストが自発的に情報伝達することは明らかにないと考えている。例えば、アナリストは1年という期間の展望を持っている。アナリストが顧客から半年又は2年間の展望について問い

	合わせを受けた際、その回答を断っているが、顧客に対して親切ではないという思いもある。何が矛盾する情報なのかをきちんと詰める必要があるが、レポートで言及していない期間であっても、伝達する相手によって情報が変わるのではなく、誰に対しても同じ説明ができるのであれば、選択的情報伝達には該当しないとしてもいいのではないかな。 ・各社によって、様々な考え方があると思われるので、本日議論した①から⑥までの類型、あるいはそれら以外にも、各社がそれぞれどのように対応しているか、またはどのように考えるかを皆様から意見として寄せていただき、文字にまとめた上で次回議論させていただきたい。 ・一般的に、アナリストの行動パターンは、注力している投資家に対しては自ら情報発信しているものであり、故にアナリストによる選択的情報伝達が起るものと認識している。そこを踏まえて検討していく必要がある。 ・①から⑥以外の項目として、発行体への個別の取材等で得た情報に関するコメントについて、意見照会の中で情報伝達の類型に加えていただきたい。 ・アナリスト・レポート規則の改正時のパブリック・コメント回答で、ウォールクロスについてこのワーキングで議論するとなっていたが、どのような予定であるのか。 ⇒現在議論しているアナリスト・レポート以外の方法による情報伝達についてある程度目途がついた後に、ウォールクロスに関する議論を始める予定としている。 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）