

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 53 回）
2. 日 時	平成 28 年 2 月 26 日（金）午前 10 時 00 分 ～ 午前 11 時 30 分
3. 議 案	1. アナリストの行動規制等について 2. その他
4. 主な内容	1. アナリストの行動規制等について 第 52 回会合（平成 28 年 1 月 25 日開催）において、アナリストが発行体を取 材し取得する未公表情報の法人関係情報等への該当性について議論が行われた こと等を踏まえ、アナリストによる発行体からの未公表情報の取得及び発行体 から取得した未公表情報の管理及び顧客等への伝達の考え方についてまとめ、 資料 1 に基づき事務局より説明を行い、大要以下のとおり意見交換が行われた。 次回会合では、引続き、アナリストによる発行体からの未公表情報の取得及 び発行体から取得した未公表情報の管理及び顧客等への伝達の考え方について 検討を行う予定である。 （主な意見等） ○アナリストの定義について ・ 今回アナリスト・レポート規則のアナリストの定義を変更するのか。ガイ ドライン案に記載されているアナリストの定義では、セールスも含まれてし まうと思われる。アナリスト・レポート規則における定義は、アナリスト・ レポートを作成することを職責とする調査部門に所属している役職員である と認識している。 ⇒ アナリストの定義を変更するものではなく、セールスは含まれない。ア ナリスト・レポート規則に明記されていないが、アナリスト・レポートの 作成を企図しているものの、取材時点でまだ執筆していない者も対象であ ることを分かり易く示したものである。調査部門に所属しているが、アナ リスト・レポートを作成しない役職員について、現行のアナリスト・レポ ート規則及び考え方の記載では曖昧な部分があったとの意見もある。今回 ガイドラインで明確化するか、改めて規則の考え方に記載するかは議論し ていただきたいと考える。（事務局） ・ 発行体から未公表情報を取得した者を対象とするのであれば、自らアナリ スト・レポートを執筆しないジュニアアナリストやアシスタント等が説明会 に代理出席するケースもあると思われるので、アナリスト・レポートの作成 に関わっている人も管理すべき対象であると理解している。 ・ ガイドラインにおける定義の説明では、アナリスト・レポートを執筆する 者及びそれをサポートする人を対象とすると示すことで良いのではないかと。

- ・ アナリストを調査部門の役職員に限定する必要はないと思われるが、まずは情報の取得および伝達の考え方を整理してはどうか。

○アナリストによる発行体からの未公表情報の取得の考え方について

- ・ 数値情報の取得については、既に公表されている数値のブレイクダウン等は広く認めてほしい。月次の受注、売上については発行体のウェブサイトに掲載されているケースもあるが、競合他社に見せたくないとの発行体の意向からウェブサイトには掲載しないものの、証券会社や投資家にはメール等で広く送付されている情報もある。こうした情報をアナリストが取得できないとなると、一部の投資家だけが引き続き知ることとなり、結果として市場の透明性、公正性を歪めることになると思われる。未公表の情報の定義を明確化してほしい。
- ・ 公表されている数値のブレイクダウンは問題ないと思われる。公表の概念については、発行体からアナリストへのメール等による送付をどのように考えるか議論すべきところである。一方で発行体から発信される情報に格差が生じてしまう状況については、証券会社として発行体に対し是正を求めることが必要であると考え。
- ・ 特に機関投資家にはスチュワードシップコードが定められており、発行体との対話を持つことが求められている。アナリストも同じであり、未公表の数値の取得を一切認められないとなると、上記の考え方と整合性がとれなくなる。アナリストが発行体に関する情報において、投資家より劣後することの歪みを議論してほしいと、アナリストから意見があった。
- ・ アナリストが未公表の決算期の情報を取得する必要はないが、投資家にとって必要な情報もあると思われる。アナリストが取材することによって、より広く投資家が知ることのできる情報もあるため、公表されない数値でも投資判断に重大な影響を与える情報でなければ、取得できるものがあっても良いと思われる。
- ・ 公表の概念につながるが、小売業の月次データは、未公表であっても広くアナリストが入手し分析している情報である。これを規制するとアナリストの活動が厳しくなり、アナリストの本来の役割から本末転倒なことになりかねないと思われる。
- ・ アナリストが法人関係情報等の該当性を判断することを一律に排除するのではなく、ある程度判断できるという前提で、未公表の情報の取得について考えてはどうか。
⇒ すべての取材を禁止するというのではなく、法人関係情報の蓋然性が高い情報は取得してもそもそも利用できないのだから、最初から取材しな

	いこととしてはどうかという趣旨である。 ・ ガイドライン案の考え方に、「未公表情報の取得後に当該情報が重要情報に該当するかどうかの判断をアナリストに一任することは、アナリストによる不適切な情報伝達行為を誘発するおそれがある等、結果として情報管理態勢が不十分となるおそれがある。」とあり、管理部門としてアナリストの管理をどこまでやればいいのかという問題意識がある。 ・ アナリストが取得した未公表情報をブラックと決める部分はある程度限定すべきと考える。基本的にはブラックでないことに関して、まずアナリストの判断があってしかるべきと思われる。未公表の決算の数値情報はもう少し内容の検討が必要である。例えば決算後のレビューミーティング等での足元の状況が説明されることは一般的であると思うが、今後変動要因はあるものの未公表の決算期の情報である。また、新しい部門の動向等長いスパンの話聞くことも業績にヒットすることがある。そうしたものを規制する趣旨かは考える必要がある。 ・ 小売業の月次情報の定期的な取得は、証券会社各社で実際行われており、これを規制の対象とするのであれば、これからの対応が必要となる。 ・ 投資家によっても、発行体と直接やりとりができる場合とそうではない場合があり、特に海外投資家は日本の証券会社を通じてのアクセスが大部分である。アナリストは投資家と発行体をつなぐ役割を担っており、そこを遮断すると透明性を阻害されるおそれがあるため、公平性に気を使う必要はあると考える。 ・ 発行体から受領している月次情報は、法人関係情報に該当しないと整理できるものか。 ⇒ 一つの情報だけでは判断できない。公表されている業績予想等と比較して総合的に判断するものである。 ・ 月次情報を能動的に受け取らないとすることには反対である。発行体との会話の中で、能動的か受動的かを切り分けることは難しいと考える。 ・ 今回の規制の目的が資料の中にあると思われる。当社は昨年プレビュー取材を止めた。このままだと規制が前面に立ってアナリストに閉塞感をもたらすと思われる。当社としては、アナリストを規制している一方で、発行体側に開示を促している。フェアディスクロージャーのあり方が明確になれば、ある程度区分もできるようになるのではないかとと思われる。月次情報は、アナリストにとってセンシティブな問題と思われる。社内で確認したところ、月次情報の発信は短期的にボラティリティの高いセクターで多く、それがフェアディスクロージャーの観点から適切かどうかは社内で議論しているところである。例えば、決算発表の1か月前からは月次情報を取得してもレポー
--	---

トに記載しないルールを作れば、月次情報の取得自体はできると思われる。月次情報が必要なセクターは少ないと思われる。当社では月次情報の取得を止めたセクターもある。

- ・ 取得しても良いと整理している製品、品質、工場等の情報も最近は問題となっているケースがあると思われる。未公表の決算期の情報にスポットが当たっているが、それ以外の情報は留意しなくて良いというのは違和感がある。議論するなら同じベクトルで行うべきと考える。工場稼働率といった情報は、定性的なコメントであっても業績が推量できると思われる。切り分けはせずに、能動的に取得してはいけない情報にフォーカスして議論した方がいいのではないか。
- ・ 未公表の決算期の情報の範囲が広すぎるとと思われる。業績に関する情報の取得自体は法令で禁止されていない。そこを踏み込んで行為規制を課するのであれば未公表情報の範囲を限定的にすべきと考える。ガイドラインが規則より上位の扱いになることを心配している。ガイドラインであれば、法人関係情報の考え方を整理した上で、法人関係情報は入手しないことが望ましいという程度にまとめる形が適切だと思われる。また発行体にフェアディスクロージャーを促すことも大事であると思われる。
- ・ 本件については、法人関係情報をどのように取り扱うかも含め当局等とも意見交換している。先般の処分事例では、法人関係情報までいかない情報を早耳情報として投資家に伝達し勧誘していたケースが多くみられ、そうした状況も含め態勢の不備を指摘されたと理解している。従って本件は、法人関係情報に限ることなく、プラクティスを改善する観点から検討するものと理解している。法人関係情報の概念は日本独自のものであるが、個別の情報が法人関係情報に該当するかどうかよりも、社内の管理態勢の問題として位置付けることが適切であると考えている。(事務局)
- ・ 月次情報が重要情報であった場合、投資家への送付を中止したら示唆情報になることについて問題意識を持っているので議論していただきたい。
- ・ 月次情報は一般投資家も取得できるものか。(事務局)
 - ⇒ 証券会社に口座を持つ顧客であれば、当該証券会社にリクエストすれば可能であると思われる。
 - ⇒ 発行体は、証券会社や特定投資家に送付するが、そこから一般投資家に伝達されることは想定していないと思われる。
 - ⇒ 月次情報の伝達方法によると思われる。レポートに記載すれば、その公表については機関投資家向け、一般の個人投資家向けのそれぞれの形があると思われる。
 - ⇒ 発行体の意識にかかっていると思われる。基本的には、証券会社が取得

	できる情報は、機関投資家でも一般投資家でも取得できるものでなければならないと考える。 ⇒ 誰でも取得できる情報ではない。アナリストは一般投資家とは立場が違 う。アナリストは発行体の分析を行っており、発行体のアナリストから意 見を聞くこともある。月次情報の授受は、発行体とアナリストとの特別な リレーションの中で行っていると思われる。 ・ 海外でも、月次情報を証券取引所に提出するような動きが出ている。発行 体が月次情報を提供する理由の一つは、大株主である機関投資家に安心して 長期的保有してもらうことだと思われる。ただし、現在は個人投資家を意識 した発行体も増加しているため、個人投資家に対するフェアディスクロー ジャーについては、インターネットでの配信やニュースリリースを行う等の手 段に限られつつある。証券会社は月次情報を取得し、短期分析を行うことで 収益機会を獲得するという業務を行ってきたが、その点を見直すために、ア ナリストは3～5年の長期分析を主体とし、短期分析については、発行体 によるフェアディスクロージャーを促す形に変えていくことが必要ではないか と考えている。 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）