

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 32 回)

平成 26 年 11 月 28 日 (金) 午前 10 時 00 分
日本証券業協会 第 1 会議室

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

以 上

「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」に関する考え方（現行）

※網掛け部は今回改正箇所

自主規制規則	自主規制規則の考え方
（目的） 第 1 条 この規則は、アナリスト・レポートの取扱い等に関し、協会員（特別会員にあっては、金融商品取引法（以下「金商法」という。）第 33 条第 2 項第 3 号ハ又は同項第 4 号ロに掲げる行為（以下「金融商品仲介行為」という。）を行う特別会員に限るものとし、当該特別会員のアナリスト・レポートが金融商品仲介行為に関するものに限る。）が遵守すべき事項を定めることにより、アナリスト・レポートの作成、使用等に係る業務が適正かつ公正に遂行されることを図り、もって、投資者に対する適正かつ有効な情報提供及びアナリストの資質の向上に資することを目的とする。	
（定義） 第 2 条 この規則において、次の各号に掲げる用語の定義は、当該各号に定めるところによる。 1 アナリスト・レポート 多数の投資者に対する情報提供を目的とした資料で、個別企業の分析、評価等が記載された資料をいう。	・以下のものは、規則に規定する「アナリスト・レポート」に該当しないものと整理することができる。 イ いわゆるタームシート ロ 市場の紹介のみが記載された資料 ハ 商品・取引の仕組み説明のための資料 ニ 過去の事実のみが記載された資料 ホ チャートに対するコメントのみが記載された資料 ヘ いわゆる「エコノミスト」「ストラテジスト」のレポートのうち個別企業の分析、評価等が記載されていない資料

自主規制規則	自主規制規則の考え方
2 アナリスト 協会員の役職員であってアナリスト・レポートを執筆する者をいう。 3 外部アナリスト 当該協会員の役職員以外の者であってアナリスト・レポートを執筆する者をいう。 4 調査部門 アナリスト・レポートの作成を行う協会員における部門をいう。	ト 既に発表されたアナリスト・レポートを要約・編集した資料 ・個別企業のクレジットに関するレポートは「アナリスト・レポート」に該当する。 ・「多数の投資者に対する情報提供を目的とした資料」の「多数」とは、具体的な人数基準をもって判断されるものではなく、投資者に対し広く利用可能となっているものであれば、実際に配布した人数に関わらず「多数の投資者に対する情報提供を目的とした資料」であると考えられる。また、当初は特定の投資者向けに作成した資料であっても、その後、広く利用されることが想定される場合には、「多数の投資者に対する情報提供を目的とした資料」に該当するものと考えられる。 ・アナリスト・レポートに該当するか否かは、その内容等により判断すべきものであり、配布の形態（紙媒体による配布、電子メール・ホームページによる配布）により判断されるものではない。なお、アナリスト・レポートに該当するか否か判断に迷うケースにおいて、該当しないと判断した場合は、その根拠について明らかにしておくことが望ましい。 ・各社において、アナリスト・レポートの範囲を規則の定義より広く捉え、当該資料について規則に基づき取り扱うことは差し支えないものとする。 ・「作成」には、執筆以外に編集、翻訳が含まれる。
（社内管理体制の整備） 第 3 条 協会員は、アナリスト・レポートの社内審査及び保管、情報の	・社内規則等の明文化された社内のルールを制定する必要がある。なお、一の

自主規制規則	自主規制規則の考え方
管理、アナリストの意見の独立性の確保並びにアナリストの証券取引等に関し、社内規則を制定する等社内管理体制を整備し、アナリスト・レポートの作成、使用等に係る業務が適正かつ公正に遂行されるよう努めなければならない。	社内規則においてすべての事項を定める必要はなく、既存の社内規則において必要な事項が盛り込まれている場合には、当該社内規則によりその一部を代用すること又は当該社内規則を参照する旨規定することも差し支えないと考える。
(社内審査) 第 4 条 協会員は、アナリスト・レポートに関する指針を策定する等により、アナリスト・レポートの表示内容及び評価が適正かつ合理的なものとなるよう努めなければならない。	・各社において策定する指針の項目及び審査担当者の審査項目として考えられる項目は、広告等の表示及び景品類の提供に関する規則（以下「広告等規則」という。）第 4 条第 1 項に規定する禁止行為に加え、次のとおりである。 - イ 誇大又は煽動的な表示、恣意的又は過度に主観的な表示等の禁止 - ロ 断定的な表示の禁止 - ハ 虚偽表示の禁止 - ニ 法人関係情報及び将来法人関係情報になる蓋然性が高いと考えられる情報（現時点では法人関係情報ではないが、将来法人関係情報になる蓋然性が高いと考えられる情報（例えば、具体的方法の決定には至っていないが、一定の時期や規模が想定される資本調達ニーズに関する情報等）として協会員において管理している情報をいう。以下同じ。）の提供の禁止 - ホ 有価証券届出書の届出前の勧誘の禁止 - ヘ 評価、業績、新技術、新製品等の予測についての根拠の表示 - ト 目標株価についての根拠及び達成の予想期間の表示 - チ データ、統計等の出所の表示 - リ アナリスト・レポートの内容と引用している株価、データ、統計等の適切性の確認 - ヌ アナリストの意見と事実の明確な区別 - ル 適切な担保文言（ディスクレーマー）の記載 - ヲ レーティングの定義の記載

自主規制規則	自主規制規則の考え方
2 協会員は、アナリスト・レポートを使用しようとするときは、アナリスト・レポートの審査を行う担当者（以下「審査担当者」という。）を定め、審査させなければならない。 3 審査担当者は、アナリスト・レポートの審査を行うに当たっては、特に次の各号に留意しなければならない。 「広告等の表示及び景品類の提供に関する規則」第4条第1項に規定する禁止行為に該当するものでないこと。 - アナリスト・レポートにおける表示内容及び評価が、社内の指針等に照らし、適正かつ合理的なものであること。 - レーティング又は目標株価が記載されている場合には、レーティングの定義並びに目標株価についての根拠及び達成の予想期間が明確に表示されていること。 4 協会員は、一のアナリスト・レポートについて複数の審査担当者に分担して審査させることができるものとする。 5 外部アナリストが作成するアナリスト・レポートを当該外部アナリストが所属する会社（外国会社を含む。以下同じ。）との契約等に基づき使用する場合、当該会社において、上記と同様の審査が行われていることが明らかなきときは、当該会社が行った審査をもって、当該アナリスト・レポートを使用する協会員が審査を行ったものとみなすことができる。	- 審査担当者は、広告等規則に規定する広告審査担当者である必要はない。また、必ずしも調査部門と独立した組織に置く必要はない。 - アナリスト・レポートの「使用」には、外部アナリストが執筆したアナリスト・レポートについて、当該協会員のホームページから当該外部アナリストが所属している会社等のホームページの画面にリンクを張る場合（アナリスト・レポートを閲覧できる旨が表示されているときに限る。）も含まれる。（以下同じ。） ・過去に発表したアナリスト・レポートから目標株価の変更が行われておらず、目標株価の変更がない旨又は目標株価の根拠については過去に発表したアナリスト・レポートを参照する旨がアナリスト・レポートにおいて表示されている場合には、必ずしも当該アナリスト・レポートにおいて目標株価の根拠を表示する必要はないものとする。 【第4項の考え方を追加】 - 外部アナリストが作成するアナリスト・レポートを当該外部アナリストが所属する会社との契約等に基づき使用する場合には、使用する協会員において、当該会社が作成するアナリスト・レポートについて個別に審査の有無を確認する必要は必ずしもないものとする。

自主規制規則	自主規制規則の考え方
【第6項（第1号・第2号）を新設】	【第1号・第2号の考え方を新設】
（アナリスト・レポートの保管） 第5条 協会員は、公表したアナリスト・レポート及び当該アナリスト・レポートに係る社内審査を行った旨の記録を公表した日から3年間保管しなければならない。	・保管の方法は、書面の他、電磁的方法によることも可能である。 ・「社内審査を行った旨の記録」とは、審査済みである旨及び社内審査を行った日を記録することが考えられる。
（利益相反についての表示等） 第6条 協会員は、アナリスト・レポートを作成する（翻訳する場合を除く。）に当たっては、協会員又は当該アナリスト・レポートの作成者であるアナリストが当該アナリスト・レポートの対象会社と重大な利益相反の関係にある場合には、その内容を当該アナリスト・レポートにおいて明確に表示しなければならない。	・「当該アナリスト・レポートの対象会社」とは、当該アナリスト・レポートにおいて、分析、評価等の対象となっている有価証券を発行している会社をいう。 ・「利益相反の関係にある」とは、アナリストが対象会社の分析、評価等を行うに際し、アナリストの意見の独立性に影響を与えうる状態が発生する可能性が高いと考えられる関係又は状況をいう。 ・次のような場合には、協会員が対象会社と重大な利益相反の関係にある場合に該当するものと考えられる。 - イ 協会員と対象会社が財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第8条に規定する親会社、子会社、関連会社又は関係会社の関係にある。 - ロ 協会員の役員（会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員を含む。以下この号において同じ。）が対象会社の役員となっている。 - ハ 協会員が対象会社の株式等を5%超保有している。（株式に係るアナリスト・レポートに限って差し支えない。） ・上記イ、ロ又はハの重大な利益相反の関係の内容については、アナリスト・レポートにおける表示に代えて、ホームページにおいて閲覧に供することができる。この場合には、ホームページにおいて閲覧に供している旨、ホーム

自主規制規則	自主規制規則の考え方
	ページのアドレス及び連絡先（ホームページを閲覧できる環境にない顧客を想定し、当該内容について回答できる連絡先（窓口を含む。））をアナリスト・レポートに表示する。 ・上記ロ又はハにおいて、重大な利益相反の関係にあるか否かの確認は、定期的に行うことで差し支えないと考えられる。 ・上記ハに係る表示内容としては、次のいずれかの内容が考えられる。 - イ 対象会社について金商法第27条の23に規定する大量保有報告書を提出している旨を表示する。 - ロ 対象会社の株式等を5%超（又は5%以下の割合）保有している旨及び保有割合の計算の根拠又は基準等を表示する。 ・上記において、5%以下の割合（例えば、1%）を基準として、重大な利益相反の開示に係る表示を行うことは差し支えないと考えられる。また、保有割合を計算するに当たっての基準については、各社において合理的であると考えられる基準を制定し、当該基準に従うことで差し支えないと考えられる。 ・次のような場合には、アナリストが対象会社と重大な利益相反の関係にある場合に該当するものと考えられる。 - イ アナリストが対象会社の職員、顧問となっている。 - ロ アナリストの家族（生計を一にする家族又は同居している家族をいう。以下同じ。）が対象会社の役員となっている。 - ハ アナリストが対象会社の有価証券を保有している。 - ニ アナリストの家族が対象会社の有価証券を保有している。 （注）上記ニにおいて、アナリストが家族の当該有価証券の投資に関与している場合又はアナリストが家族の当該有価証券の保有を把握している場合のみを開示の対象とすることの利益相反管理について社内規則等が整備されているときは、これらの場合以外の家族による当該有価証券の保有

自主規制規則	自主規制規則の考え方
2 会員は、自社が株券（優先出資証券（金商法第2条第1項第7号に規定する有価証券をいう。）、外国株預託証券（金商法第2条第1項第20号に規定する有価証券等のうち、外国法人が発行する株券に係る権利を表示する証券をいう。）及び外国株信託受益証券（金融商品取引法施行令第2条の3第3号に規定する有価証券信託受益証券のうち、同号に規定する受託有価証券が外国株券（金商法第2条第1項第17号に掲げる有価証券のうち同項第9号に掲げる株券の性質を有するものをいう。）であるものをいう。）を含む。以下同じ。）、新株予約権証券（金商法第2条第1項第9号に規定する有価証券をいう。）又は新株予約権付社債券の募集若しくは売出し又は特定投資家向け取得勧誘若しくは特定投資家向け売付け勧誘等に関し主幹事会社（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という。）第147条第3号に規定する主幹事会社をいう。以下同じ。）となり、当該募集若しくは売出しに係る有価証券届出書、発行登録追補書類若しくは有価証券通知書（以下「有価証券届出書等」という。）の提出日又は特定投資家向け取得勧誘若しくは特定投資家向け売付け勧誘等に係る特定証券情報（金商法第27条の31に規定する特定証券情報をいう。以下同じ。）の提供若しくは公表が行われた日から1年間を経過するまでの間に当該会社の株式に係るアナリスト・レポートを発表する場合には、主幹事会社となった旨を当該アナリスト・レポートにおいて表示しなければならない。 3 会員は、自社が株券の募集若しくは売出し又は特定投資家向け取得勧誘若しくは特定投資家向け売付け勧誘等（取引所金融商品市場への上場に伴うものに限る。ただし、既に他の取引所金融商品市場に株券が上場されている場合を除く。）に関し主幹事会社となり、当該募集若しくは売出しに係る有価証券届出書等の提出日又は特定投資家向け取得勧誘若しくは特定投	については「重大な利益相反の関係にある場合」に該当しないこととすることができる。 ・自社が主幹事となった旨については、アナリスト・レポートにおける表示に代えて、ホームページにおいて閲覧に供することができる。この場合には、ホームページにおいて閲覧に供している旨、ホームページのアドレス及び連絡先（ホームページを閲覧できる環境にない顧客を想定し、当該内容について回答できる連絡先（窓口を含む。））をアナリスト・レポートに表示する。 ・第3項に該当する場合にも、第2項の規定に基づき、主幹事となった旨をアナリスト・レポートにおいて表示しなければならない。 ・上場日から起算して10営業日目の日の翌日（その日が休日に当たる場合を含む。）に発表するアナリスト・レポートについては、レーティング又は目標株価を表示することができる。

自主規制規則	自主規制規則の考え方
資家向け売付け勧誘等に係る特定証券情報の提供若しくは公表が行われた日以後、上場日から起算して10営業日を経過するまでの間に当該会社の株券に係るアナリスト・レポートを発表する場合には、当該アナリスト・レポートにおいてレーティング及び目標株価を表示してはならない。 4 協会員は、アナリストが役員（会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員を含む。）となっている会社のアナリスト・レポートを当該アナリストに執筆させてはならない。	
（外部アナリスト執筆のアナリスト・レポートの使用） 第7条 協会員は、外部アナリストが執筆するアナリスト・レポートを当該外部アナリストが所属する会社又は当該外部アナリストとの契約等に基づき使用する場合には、当該外部アナリストと当該アナリスト・レポートの対象会社との重大な利益相反の関係について、その内容を当該アナリスト・レポートにおいて明確に表示するための措置を講じなければならない。ただし、当該協会員が、その内容を顧客に通知する（書面又はその他の方法によるものとし、口頭による方法を除く。以下次項及び第3項において同じ。）場合は、この限りでない。	・外部アナリストと対象会社との重大な利益相反の関係にある場合としては、第6条第1項に定める「アナリストと対象会社との重大な利益相反の関係の場合」と同様の場合が考えられる。 ・「その内容を当該アナリスト・レポートにおいて明確に表示するための措置」としては、次のいずれかが考えられる。 - イ 当該内容をアナリスト・レポートに明確に表示する旨を契約等に盛り込む。 - ロ 当該外部アナリストが所属する会社の社内規則等において、当該内容をアナリスト・レポートに明確に表示する旨の定めがあることを確認する。 - ハ 当該アナリスト・レポートが外国の法令・諸規則に則して作成されている場合には、当該法令・諸規則において利益相反の表示に関し同様の規制が存在することを確認する。 ・通知の方法としては、次のいずれかの方法が考えられる。（第2項及び第3項において同じ。） - イ 当該アナリスト・レポートを顧客に交付する際の添書に当該事項を表示する。 - ロ 当該アナリスト・レポートが表示される前に当該事項を自社のホームペ

自主規制規則	自主規制規則の考え方
2 協会員は、外部アナリストが執筆するアナリスト・レポートを使用する場合には、次の各号に掲げる事項を顧客に通知しなければならない。ただし、当該アナリスト・レポートに当該各号に掲げる事項が表示されている場合は、この限りでない。 1 当該協会員が、当該アナリスト・レポートの作成につき、対価を支払っている又は支払うべき約束をしている場合は、その旨 2 当該協会員が、対象会社を指定して当該アナリスト・レポートの作成を依頼した場合は、その旨	ージに表示する（ホームページにおいてアナリスト・レポートを閲覧に供する場合）。 ・次のような場合は、「当該アナリスト・レポートの作成につき、対価を支払っている又は支払うべき約束をしている場合」に該当しないものと考えられる。 イ 作成済みのアナリスト・レポートの使用に関し対価を支払った場合 ロ グループ内企業が作成したアナリスト・レポートにつき、当該アナリスト・レポートの作成に係る対価の支払いが行われていない場合（当該グループ内企業における課税所得等の計算においてアナリスト・レポートの作成に係る費用が考慮されている場合を含む。） ・次のような場合は、「対象会社を指定して当該アナリスト・レポートの作成を依頼した場合」に該当するものと考えられる。 イ 当該協会員が幹事会社となった会社のアナリスト・レポートの作成を依頼した場合 ロ 実質的に対象会社を指定するのと同様（自動車業界で資本金の上位〇社等）と考えられる方法で作成を依頼した場合 ・次のような場合は、「対象会社を指定して当該アナリスト・レポートの作成を依頼した場合」に該当しないものと考えられる。 イ 上場市場、業種により限定される会社群のアナリスト・レポートの作成を依頼した場合 ロ 外部アナリストの主観により限定される会社群（外部アナリストが円高メリットがあると考える会社〇社等）のアナリスト・レポートの作成を依

自主規制規則	自主規制規則の考え方
3 協会員は、外部アナリストが執筆するアナリスト・レポートを使用するに当たり前項第1号又は第2号に規定する場合に該当するときは、次の各号に掲げる事項（特別会員にあっては第1号に限る。）を顧客に通知しなければならない。ただし、当該アナリスト・レポートに当該事項が表示されている場合は、この限りでない。 1 協会員が当該アナリスト・レポートの対象会社と重大な利益相反の関係にある場合は、その内容 2 会員が、第6条第2項に規定する場合に該当する場合は、主幹事会社となった旨 4 会員は、外部アナリストが執筆するアナリスト・レポートを使用するに当たり第2項第1号又は第2号に規定する場合に該当し、かつ、第6条第3項に規定する場合に該当するときは、当該アナリスト・レポートにおいてレーティング及び目標株価が表示されていないことを確認のうえアナリスト・レポートを使用しなければならない。	頼した場合 ・「協会員が当該アナリスト・レポートの対象会社との重大な利益相反の関係にある場合」の考え方は、第6条第1項に同じ。
（情報管理の徹底） 第8条 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。 1 アナリスト・レポートを執筆するに際し、アナリストが担当している会社及び社内の他の部門等から入手した情報、又は審査担当者がアナリスト・レポートの審査に当たり入手した情報であって次に掲げるもの イ 法人関係情報（金商業等府令第1条第4項第14号に規定する法人関係情報をいう。） ロ イ以外の未公表の情報であって投資者の投資判断に重大な影響を	・「イ以外の未公表の情報であって投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすと

自主規制規則	自主規制規則の考え方
及ぼすと考えられるもの 2 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大な影響を及ぼすと考えられるもの 【第3号を新設】	考えられる」情報とは、法人関係情報に該当するか否か必ずしも明確でない情報も含む概念であるが、具体的には、次のようなものが考えられる。 イ 将来法人関係情報になる蓋然性が高いと考えられる情報 ロ 業績が予測どおりであること（上記イ以外のもの） ハ アナリスト・レポートの対象会社以外の会社の新商品開発・業務提携に関する情報であり、対象会社の収益見込み等に重大な影響を及ぼすと考えられるもの（上記イ以外のもの） ・「発表」とは、「アナリスト・レポートの内容が多数の顧客に知りうる状態に置かれていること」をいうが、「発表」の具体的な時期又はより具体的な定義については各社で合理的と考える時期・定義を定めるものとする。 ・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大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 新規のカバレッジ 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 【第2号の考え方に注記を追加】 【第3号の考え方を新設】
2 前項の規定により重要情報の管理体制を整備するに当たっては、特に、次に掲げる事項に留意しなければならない。 1 重要情報の管理方法	・重要情報については、次のような方法で管理する必要があると考えられる。 イ 重要情報に係る資料について、物理的に他の部門から隔離する又は施錠可能なキャビネットに収納する等の方法により管理する。 ロ コンピュータ上において管理・保存されている重要情報について、他の

自主規制規則	自主規制規則の考え方
2 アナリストが他の部門の業務に携わる場合の手続き及び行為規制	部門の者に対しアクセス制限をかける。 ・アナリストが他の部門の業務に携わる場合の適正な手続き及び行為規制については、社内規則等において定める必要がある。 ・アナリストが他の部門の業務（重要情報の授受がその前提となる業務に限る。）に携わる場合には、携わる業務の範囲等を明確にしたうえで、調査部門の長又は内部管理部門の承認を得る必要があると考えられる。 ・アナリストが他の部門の業務に携わる場合には、次のような行為規制を課す必要があると考えられる。 イ アナリストが当該業務において重要情報を入手した場合、適切な管理を行う。 ロ 当該部門の役職員（会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員を含む。以下この号において同じ。）が業務を遂行するに当たりアナリストから入手した重要情報について、他の部門の役職員に伝達することを禁止する。 ハ 当該業務に係る銘柄に係るアナリスト・レポートを執筆することを原則として一定期間制限する。 【第2号の考え方を追加】
3 調査部門から他の部門に重要情報を伝達する場合の手続き及び行為規制	・上記に関わらず、第11条の規定により禁止されている行為については、これを行うことはできないことに留意する。（第3号において同じ。） ・調査部門から他の部門に重要情報を伝達する場合の適正な手続き及び行為規制については、社内規則等において定める必要がある。 ・調査部門から他の部門に重要情報を伝達する場合の手続きの参考例としては、次のようなものが考えられる。 イ 伝達する重要情報の範囲・伝達する者を明らかにしたうえで、調査部門の長又は内部管理部門の承認を得る。 ロ 重要情報の伝達の必要がある場合には、その方法、範囲について必ず内

自主規制規則	自主規制規則の考え方
	部管理部門の指示に従う。 ハ 内部管理部門の者が同席した場において又は内部管理部門から重要情報の伝達を行う。 ・調査部門から他の部門に重要情報を伝達する場合には、次のような行為規制を課す必要があると考えられる。 イ 伝達された重要情報について、適切な管理を行う。 ロ 伝達された重要情報を他の役職員に伝達することを原則禁止する。 ハ 伝達する目的を事実関係又は利益相反の有無の確認に限定する。又は、伝達する重要情報の範囲を客観的なデータ等に限定する。 ニ 他の部門の役職員が、伝達された重要情報を基にアナリストに対し不当な干渉を行うことを禁止する。 ・第3号の規定は、審査担当者が審査を行うに当たり必要とされる情報を当該審査担当者に伝達することを妨げるものではない。
（重要情報の適正な利用） 第9条 協会員は、協会員の行う自己取引について、重要情報を利用して取引が行われることのないよう適正に管理しなければならない。また、協会員は、自社の役職員が、重要情報を利用して、一部の顧客への勧誘等を行うことのないよう指導及び監督しなければならない。 2 協会員は、発表直後のアナリスト・レポートの内容を利用して行う協会員の自己取引について、協会員の自己の利益が顧客の利益に優先することのないよう努めなければならない。	・第1項及び第2項は、重要情報の管理を補完する規定であり、協会員において、役職員が重要情報を利用して自己取引等を行うことのないよう適正な管理・指導を求めるものである。したがって、協会員が、当該銘柄について自己取引を行うこと又は一部の顧客に勧誘することを一律に禁止するものではない。 ・第1項及び第2項の趣旨をより厳格に徹底するための方策の参考例としては、次のようなものが考えられる。 イ 事後的にアナリスト・レポートの発表前後の当該銘柄に係る自己取引・委託取引の状況をモニタリングする。 ロ 朝の会議等において、発表前のアナリスト・レポートの内容について重要な発言がなされた場合には、一定時間を経過するまで、当該銘柄に係る

自主規制規則	自主規制規則の考え方
	自己取引を制限する。 ハ レーティングの変更等のアナリストの意見に関し重要な変更が行われた場合には、一定時間を経過するまで、当該銘柄に係る自己取引を制限する。 なお、自己取引を制限する場合であっても、顧客の注文に応じて受動的に行う取引、バスケット取引・プログラム取引・ヘッジ取引等の個別の銘柄に関する情報に基づかない取引については、制限から除外して差し支えないものとする。
(アナリストの意見の独立性の確保等) 第 10 条 協会員は、アナリストの意見の独立性を確保する観点から、適切な組織体制及び報酬体系を整備しなければならない。 2 協会員は、アナリストがアナリスト・レポートを執筆するに当たり、協会の引受部門、投資銀行部門、法人部門、営業部門等からの不当な干渉及び介入を受ける等、アナリストの意見の独立性が阻害されることのない	・次のような組織体制及び報酬体系は、アナリストの意見の独立性の確保の観点から問題があると考えられる。 - イ アナリストが引受部門又は投資銀行部門に所属していること - ロ アナリストの報酬を引受部門又は投資銀行部門の特定の案件と連動させていること - ハ アナリストの報酬の決定に引受部門又は投資銀行部門の者が直接関与すること ・アナリストの報酬の一部が引受部門又は投資銀行部門の特定の案件の手数料の〇%相当額というように決定されている場合には、上記ロの「引受部門又は投資銀行部門の特定の案件と連動」しているものと考えられる。 ・発表前のアナリスト・レポートを調査部門から引受部門、投資銀行部門、法人部門、営業部門等に通知することは、不当な干渉及び介入の温床となるおそれがあるものとする。 ・第 2 項の規定は、例えば、審査担当者又は内部管理部門の者を通じて引受部門等に確認したところ、引受部門等が、アナリスト・レポートにおいて客観的に不正確な記述、法人関係情報、将来法人関係情報になる蓋然性が高いと

自主規制規則	自主規制規則の考え方
よう指導及び監督しなければならない。 3 協会員は、アナリストが特定の顧客の利益を考慮して、自らの独立した意見と異なる内容の表示を行うことのないよう指導及び監督しなければならない。	考えられる情報若しくは利益相反等の存在又はそれに関連するような記述を発見したため、法令遵守のためにそれらの表現の修正又はさらに詳細なデータの掲載を審査担当者又は内部管理部門の者を通じて当該アナリストに求めることを妨げるものではない。
(引受部門及び投資銀行部門の業務への関与の禁止) 第 11 条 協会員は、引受部門及び投資銀行部門からのアナリストの独立性の確保に十分に留意するものとし、当該協会の役職員が次の各号に掲げる行為及びこれに類する行為を行うことのないようにしなければならない。 1 アナリストが、引受部門又は投資銀行部門の業務に関して行う企業等への提案活動に関与すること。	・「これに類する行為を行う」とは、調査部門の役職員であってアナリスト・レポートの執筆に影響を与えうる者が、アナリストが行ってはならない行為を行うことが含まれる。 ・「企業等」の考え方は次のとおりである。 - イ 国又は地方公共団体（外国政府又は外国の地方公共団体を含む。）及び国際機関については、原則として、企業等には該当しないが、国又は地方公共団体が株式の売出しにつき売出人となっている場合には企業等に該当する。 - ロ 財投機関債及び政府保証債の発行体（上記イに該当する場合を除く。）については、企業等に該当する。 ・「提案活動」とは、引受部門又は投資銀行部門の業務又は取引を獲得するための活動をいう。 ・アナリストの提案活動への関与として考えられる行為は、次のとおりである。 - イ アナリストが、引受部門又は投資銀行部門の業務に関する会議等に次に掲げる二者と同時に出席すること - i 引受部門又は投資銀行部門の業務に従事する役職員

自主規制規則	自主規制規則の考え方
2 引受部門又は投資銀行部門の業務に従事する役職員が、当該部門の業務に関して行う企業等への提案活動にアナリスト又は外部アナリストを関与させようとする事又は関与させる事。 3 アナリストが、企業等又は当該協会が行う投資家への説明会等（引受部門若しくは投資銀行部門の業務又は取引に関し企業等が行うもの及び引受部門又は投資銀行部門がその開催に関与するものに限る。以下同じ。）に関与すること。 4 引受部門又は投資銀行部門の業務に従事する役職員が、企業等又は当該協会が行う投資家への説明会等アナリスト又は外部アナリストを関与させようとする事又は関与させる事。	ii 引受部門又は投資銀行部門の顧客（見込み顧客を含む。） ロ アナリストが、引受部門又は投資銀行部門のために企業等に対して提案活動を行うこと ハ アナリストが、引受部門又は投資銀行部門が行う提案活動の資料作成（共同資料作成を含む。以下同じ。）を行うこと ニ 上記イからハと実質的に同等と考えられる行為を行うこと ・アナリストの説明会等への関与として考えられる行為は、次のとおりである。 イ アナリストが、説明会等において説明を行うこと ロ アナリストが、説明会等において司会を行うこと ハ アナリストが、説明会等の資料作成を行うこと ニ 上記イからハと実質的に同等と考えられる行為を行うこと ・引受部門又は投資銀行部門がその開催に関与する説明会等とは、引受部門又は投資銀行部門が主催する又は主として開催の準備・調整を行う説明会等をいう。
（顧客への約束等の禁止等） 第 12 条 協会員は、引受部門、投資銀行部門、法人部門、営業部門等の役職員が、当該部門の顧客又は見込み顧客に対し、当該顧客に関するアナリスト・レポートを作成すること及び当該顧客に関するアナリスト・レポートにおいて一定の表示又は評価を行うことを約束し又は申し出ることのな	・「当該顧客に関するアナリスト・レポートを作成することの約束又は申し出」には、特定のアナリストを指定し、当該アナリストが当該顧客に関するアナリスト・レポートを作成することを約束する又は申し出ること該当する。

自主規制規則	自主規制規則の考え方
いよう指導及び監督しなければならない。	
(対象会社に対する事前通知の禁止) 第 13 条 協会員は、アナリスト・レポートの対象会社に対し、発表前のアナリスト・レポートを通知してはならない。	・発表前のアナリスト・レポートには、アナリスト・レポートの本文に加え、レーティング、目標株価等も含まれる。 ・発表前のアナリスト・レポートに記載されている内容について、対象会社に対し事実関係の確認を行うことは問題ないものと考えられる。ただし、事実関係の確認を行うに際し発表前のアナリスト・レポートの一部を対象会社に提出する場合には、その範囲を事実関係の確認のために必要とされる範囲に限定するとともに審査担当者又は内部管理部門の者の承認を経て確認を行う等の適正な社内管理の下に行う必要がある。
(アナリストの資質の向上) 第 14 条 協会員は、アナリストに対する法令遵守の徹底を図るとともに、アナリスト・レポートの内容等を事後的に検証及び評価する等アナリストの資質の向上に努めなければならない。	・アナリストの資質の向上のための方策の参考例としては、次のようなものが考えられる。 - イ レーティング、目標株価の重要な変更等について社内委員会において事前の検証を行う。 - ロ レーティング、目標株価等について社内委員会において事後の検証を行う。 - ハ 社内研修を行う。 - ニ アナリストに対する適切な人事考課を整備する。
(アナリスト等の証券取引への対応) 第 15 条 協会員は、アナリスト個人の有価証券の売買等及び保有に関し、当該アナリストが担当する会社の有価証券の売買等及び保有を原則として禁止する等により、アナリストの公正かつ適正な業務の遂行が確保される	・当該アナリストが担当する会社の有価証券の売買等・保有を例外的に行う場合には、以下のすべての条件等に従う必要があるものと考えられる。 - イ 調査部門の長又は内部管理部門の事前の承認を受けた後に取引を行う。

自主規制規則	自主規制規則の考え方
よう努めなければならない。 2 協会員は、外部アナリストが執筆するアナリスト・レポートを当該外部アナリストが所属する会社又は当該外部アナリストとの契約等に基づき使用する場合には、当該外部アナリスト個人の有価証券の売買等及び保有に関し、当該外部アナリストの公正かつ適正な業務の遂行が確保されるための措置が講じられていることを確認しなければならない。	ロ 当該銘柄のアナリスト・レポートの評価等と相反する取引は原則として行わない。 ハ 原則として短期売買は行わない。 ・上記イの承認を行うに当たっては、当該アナリストの有価証券の売買等・保有が、以下の情報を利用して行われるものでないことを確認する必要がある。 イ 第8条第1項に規定する「重要情報」 ロ 管理部門又は法人関係部門（それぞれ、「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」第2条第2号及び第3号に規定する「管理部門」及び「法人関係部門」をいう。以下同じ。）から伝達された、法人関係情報を取得していることを示唆する情報 ハ 銘柄名は伝達しないものの、業種、増資の時期、増資の規模等の一部又は全部について伝達することにより法人関係情報の存在を推知し得る情報 （注）以下、上記ロとハの情報をあわせて「示唆情報等」という。 ・アナリストが対象会社の有価証券を保有している場合には、利益相反の关系到該当するものと考えられることから、第6条第1項に従いその旨をアナリスト・レポートにおいて表示する必要がある。 ・第1項の趣旨をより厳格に徹底するのであれば、例えば、アナリストの家族の証券取引について社内規則を設け、指導・監督することが考えられる。 ・「外部アナリストの公正かつ適正な業務の遂行が確保されるための措置が講じられていることを確認する」方法としては、次のいずれかの事項について措置が講じられていることを契約等により確認すること、又は当該外部アナリストが所属する会社の社内規則等若しくは当該外部アナリストが服する法令・諸規則において次のいずれかの事項が定められていることを確認することが考えられる。

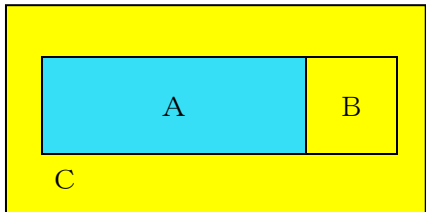
自主規制規則	自主規制規則の考え方
3 協会員は、協会員の役職員（会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員を含む。以下同じ。）が、アナリスト・レポートの作成又は審査に当たり入手した重要情報を利用して役職員個人の有価証券の売買等を行わないよう努めなければならない。	イ 当該外部アナリストが担当する会社の有価証券の売買等・保有が原則として禁止されていること。 ロ 当該外部アナリストが担当する会社の有価証券の売買等・保有を行う場合には、以下の条件等に従うこと。 i 当該外部アナリストが所属する会社の内部管理部門等の事前の承認を受けた後に取引を行う。又は、当該外部アナリストが担当する会社の有価証券の売買等・保有を行った場合には、契約等している協会員に報告する。 ii 対象会社の有価証券を保有している場合には、第7条第1項に規定する措置に従い、その旨をアナリスト・レポートにおいて表示する。 ・第3項の規定の趣旨をより厳格に徹底するための方策の参考例としては、次のようなものが考えられる。 イ レーティングの変更等のアナリストの意見に関し重要な変更が行われた場合には、事後的に当該銘柄に係る取引の状況をモニタリングする。 ロ 朝の会議等において、発表前のアナリスト・レポートについて重要な発言がなされた場合には、一定時間を経過するまで、当該銘柄に係る取引を制限する。 ハ 重要情報に加え、示唆情報等を利用した有価証券の売買等を禁止する。
（規則によらないアナリスト・レポートの使用） 第16条 協会員は、アナリスト・レポートの使用に当たり、やむを得ない特別の事由が存在し、この規則の定めによることが困難である場合には、あらかじめ本協会に書面によりその旨及び事由を届け出て、本協会の承認を得なければならない。 2 協会員は、前項の承認を得てアナリスト・レポートを使用する場合には、当該アナリスト・レポートが本協会の規則の定めによるものでない旨を表	・本協会の承認も書面により行うものとする。 ・本協会は、届け出た協会員の同意を得て、当該協会員の届出内容及び承認を行った旨を他の協会員に対し周知することができるものとする。

自主規制規則	自主規制規則の考え方
示（口頭による表示を除く。）して、これを行わなければならない。	
（規則の考え方） 第 17 条 この規則の解釈等に関し必要な事項は、本協会が別に定める『アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則』の考え方」において定めるものとする。	

以 上

企業内容等開示ガイドライン（平成 26 年 8 月 27 日公表）を踏まえた
「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」及びその考え方の改正案

内部管理態勢検討ワーキングにおいて示された方向性		備考
自主規制規則 (下線部は現行規則からの改正部分)	自主規制規則の考え方 (下線部は現行規則からの改正部分)	
第 1 条～第 3 条 略		
(社内審査) 第 4 条 協会員は、アナリスト・レポートに関する指針を策定する等により、アナリスト・レポートの表示内容及び評価が適正かつ合理的なものとなるよう努めなければならない。	- 各社において策定する指針の項目 及び審査担当者の審査項目として考えられる項目は、広告等の表示及び景品類の提供に関する規則（以下「広告等規則」という。）第 4 条第 1 項に規定する禁止行為に加え、次のとおりである。 - イ 誇大又は煽動的な表示、恣意的又は過度に主観的な表示等の禁止 (略) - ニ 法人関係情報及び将来法人関係情報になる蓋然性が高いと考えられる情報（現時点では法人関係情報ではないが、将来法人関係情報になる蓋然性が高いと考えられる情報（例えば、具体的方法の決定には至っていないが、一定の時期や規模が想定される資本調達ニーズに関する情報等）として協会員において管理している情報をいう。以下同じ。）の提供の禁止 - ホ 有価証券届出書の届出前の勧誘の禁止 (略)	

内部管理態勢検討ワーキングにおいて示された方向性		備考
自主規制規則 (下線部は現行規則からの改正部分)	自主規制規則の考え方 (下線部は現行規則からの改正部分)	
2 協会員は、アナリスト・レポートを <u>配布又は公表</u> (以下「公表等」という。) しようとするときは、アナリスト・レポートの審査を行う担当者 (以下「審査担当者」という。) を定め、審査させなければならない。 3 審査担当者は、アナリスト・レポートの審査を行うに当たっては、特に次の各号に留意しなければならない。 1 「広告等の表示及び景品類の提供に関する規則」第4条第1項に規定する禁止行為に該当するものではないこと。 2 アナリスト・レポートにおける表示内容及び評価が、社内の指針等に照らし、適正かつ合理的なものであること。 3 レーティング又は目標株価が記載されている場合には、レーティングの定義並びに目標株価についての根拠及び達成の予想期間が明確に表示されていること。	・審査担当者は、広告等規則に規定する広告審査担当者である必要はない。また、必ずしも調査部門と独立した組織に置く必要はない。 ・アナリスト・レポートの「<u>公表等</u>」には、外部アナリストが執筆したアナリスト・レポートについて、当該協会員のホームページから当該外部アナリストが所属している会社等のホームページの画面にリンクを張る場合 (アナリスト・レポートを閲覧できる旨が表示されているときに限る。) も含まれる。(以下同じ。) ・過去に <u>公表等</u> したアナリスト・レポートから目標株価の変更が行われておらず、目標株価の変更がない旨又は目標株価の根拠については過去に <u>公表等</u> したアナリスト・レポートを参照する旨がアナリスト・レポートにおいて表示されている場合には、必ずしも当該アナ	・開示ガイドラインにあわせ、「規則」及び「規則の考え方」の「使用」を「配布又は公表 (以下、「公表等」という。)」に表記統一。 ☆アナリスト・レポート概念図  A. 通常の業務の過程において公表等されるアナリスト・レポート (新規・再開レポートを除く) (開示ガイドラインの対象) B. 公表等を開始する場合又は中断した後再び開始するアナリスト・レポート (新規・再開レポート) A + B. 通常の業務の過程において公表等されるアナリスト・レポート C. A及びB以外のアナリスト・レポート

内部管理態勢検討ワーキングにおいて示された方向性		備考
自主規制規則 (下線部は現行規則からの改正部分)	自主規制規則の考え方 (下線部は現行規則からの改正部分)	
4 協会員は、一のアナリスト・レポートについて複数の審査担当者に分担して審査させることができるものとする。	リスト・レポートにおいて目標株価の根拠を表示する必要はないものとする。 ・ <u>通常の業務の過程において公表等されるアナリスト・レポートのうち、公表等を開始する場合又は中断した後に再び開始する場合に係るアナリスト・レポート(以下、この考え方において、「新規・再開レポート」という。)</u> 及び通常の業務の過程において公表等されるアナリスト・レポート以外のアナリスト・レポートについては、<u>第1項の考え方</u>に示した指針の項目のうち、ニ及びホについて、調査部門の審査担当者とは別に管理部門(協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則第2条第2号に規定する「管理部門」をいう。例えば、売買審査部門などが含まれると考えられる。)において審査することが考えられる。	・ 開示ガイドラインでは、未公表の情報の伝達から遮断するための適切な措置を講じている場合を前提としてセーフハーバーが設けられたことから、通常の業務の過程において公表等されるアナリスト・レポート以外のもの(B+C)については、有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等への該当性について慎重に検討する必要があると考えられることから、管理部門(売買審査部門)が行うことが考えられる旨を「規則の考え方」に追記。
5 (略)	・ (略)	
6 協会員は、前各項に掲げる審査を行い、アナリスト・レポートの公表等の是非について判断するに当たっては、次の各号に留意しなければならない。	・ <u>通常の業務の過程において行われるアナリスト・レポート(業界レポートにおける当該企業等への言及を含み、新規・再開レポートを除く。)</u>の公表等は、協会員	・ アナリスト・レポートの公表等の是非の判断に係る社内審査の留意点について、「規則」に規定を望む声が多くあったため追記。
1 当該アナリスト・レポートが、<u>通常の業務の過程において公表等されるもの(公表等を開始する場合又は中断した後に再び開始する場合に係るアナリス</u>		・ 開示ガイドラインにあわせ、通常の業務の過程において公表等されるアナリス

内部管理態勢検討ワーキングにおいて示された方向性		備考
自主規制規則 (下線部は現行規則からの改正部分)	自主規制規則の考え方 (下線部は現行規則からの改正部分)	
ト・レポートを除く。)に該当すると考えられる場合には、当該アナリスト・レポートの公表等は、その対象となる企業の発行する有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等には該当しないこと。 2 通常の業務の過程において行われるアナリスト・レポート（公表等を開始する場合又は中断した後に再び開始する場合に係るアナリスト・レポートを除く。）の公表等を制限することにより、投資者に対して、当該協会員が当該アナリスト・レポートの対象となる企業等に関する法人関係情報を取得していること等を推知させることになり得ると考えられること。	において法人関係情報を取得している場合であっても、協会員において、執筆を担当する者をアナリスト・レポートの対象となる企業の発行する有価証券の募集又は売出しに係る取得勧誘又は売付け勧誘等に関する未公表情報の伝達から遮断するための適切な措置を講じている場合には、原則として有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等には該当しないと考えられるため、原則として公表等を行うことに留意して審査を行うことが考えられる。 ・新規・再開レポート及び通常の業務の過程において公表等されるアナリスト・レポート以外のアナリスト・レポートの公表等の是非については、審査担当者が当該アナリスト・レポートの記載内容を審査のうえ、自社の社内管理態勢に照らし個別に判断することが考えられる。 ・第1項の考え方に示した指針の項目のうち、二及びホについて審査を行った結果、通常の業務の過程において行われるアナリスト・レポートの公表等（新規・再開レポートの公表等を除く。）を制限することにより、投資者に対して、当該協会員が当該アナリスト・レポートの対象となる企業等に関する法人関係情報を取得していること等を推知させることになり得ると考えられる。	ト・レポート(A)は、有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しないことを「規則」に追記。 ・セーフハーバーが設けられたことにより、通常の業務の過程において公表されるアナリスト・レポート(A)は原則として公表等を行うことを「規則の考え方」に追記。 ・セーフハーバーの対象外のアナリスト・レポート(B+C)については、法人関係情報等の社内管理態勢に照らし、個別に判断すべきことを「規則の考え方」に追記。 ・前号において、原則公表等されると示したアナリスト・レポート(A)の公表等を制限した場合、投資者に法人関係情報の存在を推知させることになり得ることを、「規則」及び「規則の考え方」に追記。

内部管理態勢検討ワーキングにおいて示された方向性		備考
自主規制規則 (下線部は現行規則からの改正部分)	自主規制規則の考え方 (下線部は現行規則からの改正部分)	
第5条～第7条 略		
(情報管理の徹底) 第8条 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。 1 アナリスト・レポートを執筆するに際し、アナリストが担当している会社及び社内の他の部門等から入手した情報、又は審査担当者がアナリスト・レポートの審査に当たり入手した情報であって次に掲げるもの イ 法人関係情報（金商業等府令第1条第4項第14号に規定する法人関係情報をいう。） ロ イ以外の未公表の情報であって投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすと考えられるもの	・「イ以外の未公表の情報であって投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすと考えられる」情報とは、法人関係情報に該当するか否か必ずしも明確でない情報も含む概念であるが、具体的には、次のようなものが考えられる。 イ 将来法人関係情報になる蓋然性が高いと考えられる情報 ロ 業績が予測どおりであること（上記イ以外のもの） ハ アナリスト・レポートの対象会社以外の会社の新商品開発・業務提携に関する情報であり、対象会社の収益見込み等に重大な影響を及ぼすと考えられる	

内部管理態勢検討ワーキングにおいて示された方向性		備考
自主規制規則 (下線部は現行規則からの改正部分)	自主規制規則の考え方 (下線部は現行規則からの改正部分)	
2 <u>公表等</u> 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大な影響を及ぼすと考えられるもの	もの（上記イ以外のもの） ・「<u>公表等</u>」とは、「アナリスト・レポートの内容が多数の顧客に知りうる状態に置かれていること」をいうが、「<u>公表等</u>」の具体的な時期又はより具体的な定義については各社で合理的と考える時期・定義を定めるものとする。 ・次のような情報は、「<u>公表等</u> 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大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 <u>アナリスト・レポートの公表等の開始（新規のカバレッジ）又は再開</u> - 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 ※上記イ～ニは例示であり、<u>イ～ニ以外の情報も投資判断に重大な影響を及ぼすと考えられる情報があること、及びそれらの情報をアナリスト・レポートの公表等の前に伝達することは本条及び第9条に抵触するおそれがあることに留意する必要があると考えられる。</u>	・開示ガイドラインにあわせ、「規則の考え方」に「アナリスト・レポートの公表等の開始又は再開」を追記。 ・イ～ニ以外の情報は重要情報に該当しないとの誤解を生じさせないための留意事項を「規則の考え方」に追記。
3 <u>協会員がアナリスト・レポートの公表等を制限した場合における当該制限を行ったこと</u>	・<u>管理部門が、所定の手続に則って、アナリストに対してアナリスト・レポートの公表等（通常の業務の過程において公表等されるものであるか否かを問わない。）を制限する旨を伝達する場合の当該情報は示唆情報となる</u>	・第4条第6項第2号において、アナリスト・レポートの公表等を制限したことについて、「情報管理の徹底」の項目として「規則」に追記。

内部管理態勢検討ワーキングにおいて示された方向性		備考
自主規制規則 (下線部は現行規則からの改正部分)	自主規制規則の考え方 (下線部は現行規則からの改正部分)	
2 前項の規定により重要情報の管理体制を整備するに当たっては、特に、次に掲げる事項に留意しなければならない。 1 (略) 2 アナリストが他の部門の業務に携わる場合の手続き及び行為規制	<u>る蓋然性が高いと考えられる。</u> ・ <u>当該伝達を受けたアナリストのその後の言動により、投資者や自社の役職員に当該アナリスト・レポートの対象となる企業等に関する法人関係情報を取得していること等を推知させることになり得ることに留意する必要があると考えられる。</u> ・ <u>アナリストに、社内資料（外務員向け営業基礎資料等）を作成させること等を目的として、第8条第1項に掲げる情報を伝達すること（いわゆるウォールクロス）は、結果として通常の業務の過程において行われるアナリスト・レポートの公表等を制限することに繋がるおそれがあることに留意する必要があると考えられる。（第4条第6項第2号の考え方参照）</u> ・ (略) ・ アナリストが他の部門の業務に携わる場合の適正な手続き及び行為規制については、社内規則等において定める必要がある。 ・ アナリストが他の部門の業務（重要情報の授受がその	・ アナリスト・レポートの種類を問わず、アナリストに対してレポートの公表等を制限する旨を伝達する場合は、示唆情報の伝達となる蓋然性が高いこと、それにより投資者等に法人関係情報の存在を推知させるおそれがあることを「規則の考え方」に追記。 ・ いわゆるウォールクロスを行い、アナリストを他の業務に携わせることは、アナリスト・レポートの公表等を制限することに繋がるおそれがあることを「規則の考え方」に追記。（記載不要の意見2社）

内部管理態勢検討ワーキングにおいて示された方向性		備考
自主規制規則 (下線部は現行規則からの改正部分)	自主規制規則の考え方 (下線部は現行規則からの改正部分)	
3 (略)	<u>ト・レポートの執筆制限を行うことになり、結果として法人関係情報の存在を推知する情報となり得ることに留意する必要があると考えられる。</u> ・上記に関わらず、第 11 条の規定により禁止されている行為については、これを行うことはできないことに留意する。(第 3 号において同じ。) (略)	る可能性が高いことに留意し、アナリストを他の業務に携わせることに慎重な配慮が必要なことを「規則の考え方」に追記。(記載不要の意見 3 社)
第 9 条～第 14 条 略		
(アナリスト等の証券取引への対応) 第 15 条 協会員は、アナリスト個人の有価証券の売買等及び保有に関し、当該アナリストが担当する会社の有価証券の売買等及び保有を原則として禁止する等により、アナリストの公正かつ適正な業務の遂行が確保されるよう努めなければならない。	・当該アナリストが担当する会社の有価証券の売買等・保有を例外的に行う場合には、以下のすべての条件等に従う必要があるものと考えられる。 イ 調査部門の長又は内部管理部門の事前の承認を受けた後に取引を行う。 ロ 当該銘柄のアナリスト・レポートの評価等と相反する取引は原則として行わない。 ハ 原則として短期売買は行わない。 ・上記イの承認を行うに当たっては、当該アナリストの有価証券の売買等・保有が、以下の情報を利用して行われるものでないことを確認する必要がある。 イ 第 8 条第 1 項に規定する「重要情報」 ロ 管理部門又は法人関係部門（それぞれ、「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規	・第 4 条第 4 項の「規則の考え方」において管理部門について言及しており、括弧

内部管理態勢検討ワーキングにおいて示された方向性		備考
自主規制規則 (下線部は現行規則からの改正部分)	自主規制規則の考え方 (下線部は現行規則からの改正部分)	
	則」第2条 <u>第2号及び</u>第3号に規定する「<u>管理部門</u>」<u>及び</u>「法人関係部門」をいう。<u>以下同じ。</u>) から伝達された、法人関係情報を取得していることを示唆する情報 ハ 銘柄名は伝達しないものの、業種、増資の時期、増資の規模等の一部又は全部について伝達することにより法人関係情報の存在を推知し得る情報 (注) 以下、上記ロとハの情報をあわせて「示唆情報等」という。 ・アナリストが対象会社の有価証券を保有している場合には、利益相反の關係に該当するものと考えられることから、第6条第1項に従いその旨をアナリスト・レポートにおいて表示する必要がある。 ・第1項の趣旨をより厳格に徹底するのであれば、例えば、アナリストの家族の証券取引について社内規則を設け、指導・監督することが考えられる。	内は法人関係部門のみの記載に修正。
第16条～17条 略		

○ 企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）（平成 11 年 4 月大蔵省金融企画局）

平成 26 年 8 月 27 日 金融庁（抜粋）

改 正 案	現 行
<u>（取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しない行為）</u> 2-12 <u>例えば次に掲げる行為は有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等には該当しないことに留意する。</u> ①～⑦ 省略 ⑧<u>金融商品取引業者等により通常の業務の過程において行われる上場会社である発行者に係るアナリスト・レポート（個別の企業の分析及び評価に関する資料であって、多数の者に対する情報の提供を目的とするものをいう。以下⑧において同じ。）の配布又は公表（当該金融商品取引業者等において、執筆を担当する者をアナリスト・レポートの対象となる企業の発行する有価証券の募集又は売出しに係る取得勧誘又は売付け勧誘等に関する未公表の情報の伝達から遮断するための適切な措置を講じている場合に限り、当該発行者に係るアナリスト・レポートの配布若しくは公表を開始する場合又はその配布若しくは公表を中断した後に再び開始する場合を除く。）</u>	<u>（第三者割当における事前調査）</u> 2-12 <u>開示府令第19 条第2 項第 1 号ㄱに規定する第三者割当を行う場合であって、割当予定先が限定され、当該割当予定先から当該第三者割当に係る有価証券が直ちに転売されるおそれが少ない場合（例えば、資本提携を行う場合、親会社の子会社株式を引き受ける場合等）に該当するときは、割当予定先を選定し、又は当該割当予定先の概況を把握することを目的とした届出前の割当予定先に対する調査、当該第三者割当の内容等に関する割当予定先との協議その他これに類する行為は有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等には該当しないことに留意する。</u>

以 上

コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方

平成 26 年 8 月 27 日 金融庁（抜粋）

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	●企業開示ガイドライン 2-12（取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しない行為）	
37	2-12⑧について、アナリスト・レポートの配布又は公表のうち、（1）アナリスト・レポートの配布若しくは公表を開始する場合、及び（2）中断後再開する場合が、有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しないものから除かれている。これは、（1）及び（2）はいずれも開始・再開がいつの時点であるかにかかわらず、常に取得勧誘又は売付け勧誘等に該当すると読めるが、（1）又は（2）の場合であっても取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しない枠組みを設けるべきではないか。	企業開示ガイドライン改正の趣旨は、有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しない行為を明確化することにあります。したがって、有価証券届出書等の提出前の行為が2-12のいずれにも該当しないことをもって勧誘に該当するという意味ではなく、そのような場合であっても、有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しない場合があり得ることを否定するものではありません。
38	2-12⑧は、アナリスト・レポートの対象を「上場企業である発行者」としているが、日本証券業協会「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」では、上場企業に限定せず、「個別企業の分析、評価等が記載された資料」としており、過去に社債の募集に係る有価証券届出書を提出し継続開示企業となっている発行者、又は同様に継続開示を行っているいわゆる財投機関債の発行者である非上場企業に係るレポートもアナリスト・レポートとしている。これらのアナリスト・レポートの配布又は公表についても、通常の業務の過程において行われる限り、有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しないとの理解でよい。	左記のような上場企業である発行者以外のアナリスト・レポートやインダストリー・レポートの配布又は公表は、2-12⑧には該当しないものと考えられます。もっとも、2-18⑧は勧誘に該当しない典型的なケースを例示として記載したものであり、上記のとおり、2-12のいずれにも該当しない行為であっても、有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しない場合があり得ることを否定するものではありません。左記のような上場企業である発行者以外のアナリスト・レポートやインダストリー・レポートの配布又は公表は、2-12⑧と実質的に同等の状況で行われている限り、有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しないものと考えられます。
39	2-12⑧は、アナリスト・レポートについて「発行者に係るアナリスト・レポート」であり「個別の企業の分析及び評価に関する資料」としているが、いわゆるインダストリー・レポート（同一業界の複数の企業の分析、評価等が記載されたもの）についても、2-12⑧のアナリスト・レポートに含まれるという理解でよい。	
40	2-12⑧においては、「当該金融商品取引業者等において、執筆を担当する者をアナリスト・レポートの対象となる企業の発行する有価証券の取	ご指摘を踏まえ、「当該金融商品取引業者等において、執筆を担当する者をアナリスト・レポートの対象となる企業の発行す

得勧誘又は売付け勧誘等に関する未公表の情報の伝達から遮断するための適切な措置を講じている場合に限」る旨が定められている。ここでの情報遮断措置は、投資銀行部門とリサーチ部門との間における情報遮断措置を求めていると思われるが、「売付け勧誘等」は、有価証券の募集又は売出しに限らず、いわゆるセカンダリービジネスにおける有価証券の勧誘行為をも広く含む概念でもあり、文言上、情報遮断措置が必要となる範囲が投資銀行部門との間のみならず、セールス&トレーディング部門との間にも要求されるようにも読めるおそれがある。そこで、当該文言を、「当該金融商品取引業者等において、執筆を担当する者をアナリスト・レポートの対象となる企業の発行する有価証券の募集又は売出しに係る取得勧誘又は売付け勧誘等に関する未公表の情報の伝達から遮断するための適切な措置を講じている場合に限」ると変更していただきたい。 また、かかる変更が行われない場合であっても、上記の「有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等に関する未公表の情報」とは、有価証券の募集又は売出しに係る勧誘行為に関する未公表の情報を意味しているという理解でよい。	る有価証券の募集又は売出しに係る取得勧誘又は売付け勧誘等に関する未公表の情報の伝達から遮断するための適切な措置を講じている場合に限り」に修正します。
--	---

以 上

シティグループのリサーチ・アナリストに係る FINRA 処分事例

平成 26 年 11 月 28 日

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。

シティは、2005 年 1 月から 2014 年 2 月までの間、未公表リサーチ情報の選択的開示を防止するための監督義務を果たさなかった。この間、シティは、約 100 回にわたって、エクイティ・リサーチ・アナリストのコミュニケーションについて社内で注意喚起を行ったが、社内ルール違反に対する処分は長らく遅延し、処分内容も違反を抑止するために十分な厳しさを欠いていた。

【不適切な事例 1】

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。

【不適切な事例 2】

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。

FINRA によると、「アイディア・ディナー」のような、アナリストと顧客が接する機会は発行済レポートと矛盾した内容が選択的に開示されるリスクを高めるにもかかわらず、シティは適切なモニタリングを行わず、また、未公表リサーチ情報を特定の顧客に開示しないための許されるコミュニケーションの境界線について、適切なガイドラインを提供しなかった。

【不適切な事例 3】

2011 年、シニアのエクイティ・リサーチ・アナリストが、IPO を予定する 2 社が行う投資家向け説明会（ロードショー）用プレゼン資料の準備を手伝ったことで、IPO の販売を促進する 2 つのロードショーに間接的に参加するということがあったが、2011 年から 13 年まで、シティは、エクイティ・リサーチ・アナリストが、発行体のロードショー資料作成をサポートすることを明確に禁止していなかった。

以 上



NEWS RELEASE

For Release: November 24, 2014
Contacts: [Michelle Ong](#) (202) 728-8464
[Nancy Condon](#) (202) 728-8379

[Citigroup Global Markets, Inc. Action](#)

FINRA Fines Citigroup Global Markets Inc. \$15 Million for Supervisory Failures Related to Equity Research and Involvement in IPO Roadshows

WASHINGTON — The Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) announced today that it has fined Citigroup Global Markets, Inc. \$15 million for failing to adequately supervise communications between its equity research analysts and its clients and Citigroup sales and trading staff, and for permitting one of its analysts to participate indirectly in two road shows promoting IPOs to investors.

FINRA found that from January 2005 to February 2014, Citigroup failed to meet its supervisory obligations regarding the potential selective dissemination of non-public research to clients and sales and trading staff. During this period, Citigroup issued approximately 100 internal warnings concerning communications by equity research analysts. However, when Citigroup detected violations involving selective dissemination and client communications, there were lengthy delays before the firm disciplined the research analysts and the disciplinary measures lacked the severity necessary to deter repeat violations of Citigroup policies.

One example of Citigroup's failure to supervise certain communications by its equity research analysts involved "idea dinners" hosted by Citigroup equity research analysts that were also attended by some of Citigroup's institutional clients and sales and trading personnel. At these dinners, Citigroup research analysts discussed stock picks, which, in some instances, were inconsistent with the analysts' published research. Despite the risk of improper communications at these events, Citigroup did not adequately monitor analyst communications or provide analysts with adequate guidance concerning the boundaries of permissible communications. In another example, FINRA found that an analyst employed by a Citigroup affiliate in Taiwan selectively disseminated research information concerning Apple Inc. to certain clients, which was then selectively disseminated to additional clients by a Citigroup equity sales employee.

Brad Bennett, FINRA Executive Vice President and Chief of Enforcement, said "The frequent interactions between Citigroup analysts and clients at events like 'idea dinners' created a heightened risk that views inconsistent with research would selectively be disclosed to clients. Citigroup failed to effectively police these risks."

Cameron Funkhouser, Executive Vice President of FINRA's Office of Fraud Detection and Market Intelligence, said, "In this case, Citigroup did not enforce the boundaries of permissible communications to ensure that its analysts did not provide certain clients with improper access to non-public research information. Investment banking and research departments are guardians of material, non-public information and have the responsibility to maintain strict control and protection of that information."

Moreover, FINRA found that, in 2011, a Citigroup senior equity research analyst assisted two companies in preparing presentations for investment banking road shows. Between 2011 and 2013, Citigroup did not expressly prohibit equity research analysts from assisting issuers in the preparation of road show presentation materials.

In settling this matter, Citigroup neither admitted nor denied the charges, but consented to the entry of FINRA's findings.

FINRA's investigation was conducted by the Department of Enforcement and the Office of Fraud Detection and Market Intelligence.

Investors can obtain more information about, and the disciplinary record of, any FINRA-registered broker or brokerage firm by using FINRA's BrokerCheck. FINRA makes BrokerCheck available at no charge. In 2013, members of the public used this service to conduct 16.5 million reviews of broker or firm records. Investors can access BrokerCheck at www.finra.org/brokercheck or by calling (800) 289-9999. Investors may find copies of this disciplinary action as well as other disciplinary documents in [FINRA's Disciplinary Actions Online database](#).

FINRA, the Financial Industry Regulatory Authority, is the largest independent regulator for all securities firms doing business in the United States. FINRA is dedicated to investor protection and market integrity through effective and efficient regulation and complementary compliance and technology-based services. FINRA touches virtually every aspect of the securities business – from registering and educating all industry participants to examining securities firms, writing rules, enforcing those rules and the federal securities laws, informing and educating the investing public, providing trade reporting and other industry utilities, and administering the largest dispute resolution forum for investors and firms. For more information, please visit www.finra.org.