

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 33 回)

平成 26 年 12 月 24 日 (水) 午後 1 時 30 分
日本証券業協会 第 4 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

平成 26 年 12 月 24 日

**企業内容等開示ガイドラインを踏まえた「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等についての意見照会結果**

1. 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について

(1) 第 4 条（社内審査）改正案について ①協会案でよい 11 社 ②修正したほうがよい 1 社

【修正意見等の内容】

	自主規制規則	自主規制規則の考え方	備考
A 社	【第 4 条第 2 項】 2 協会員は、アナリスト・レポートを配布又は公表（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。	【確認事項】 ・左記にある「配布又は公表」とは、「新たに行う」配布又は公表であると理解しているが、その理解で良いか確認したい。（既に審査済みで発行されているレポートの発行後の「配布」の際には審査の対象とならない。）	【事務局】 ・ご理解のとおりです。
	【第 4 条第 6 項第 1 号】 1 当該アナリスト・レポートが、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ト・レポートを除く。）に該当すると考えられる場合には、<u>企業内容等開示ガイドライン 2-12⑧を踏まえた上で公表についての判断を行う必要があること。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。</u>	【第 4 条第 6 項最初の項目】 ・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。）の公表等は、協会員において法人関係情報を取得している場合であっても、<u>企業内容等開示ガイドライン 2-12⑧に基づき、</u>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、<u>同ガイドラインを踏まえて、原則として</u>公表等 <u>の判断</u>を行う <u>必要がある</u> ことに留意して審査を行うことが考えられる。	【事務局】 ○規則本文 ・企業内容等開示ガイドラインの条項のみでは当該ガイドラインの内容が規則及びその考え方に記載されないため、分かりづらいたと考えます。 ・第 4 条第 6 項は、公表等の是非の判断にあたって留意すべき事項を示しており、現行案にて修正意見はカバーされているものと考えます。

	自主規制規則	自主規制規則の考え方	備考
		【理由】 企業開示ガイドラインは、通常の業務の過程において行われるアナリスト・レポートの公表等についてのガンジャンピング規制からのセーフハーバーを定めたが、それはあくまで、金融庁の解釈の指針にすぎず、投資家等との裁判において虚偽記載による責任が争われた場合、裁判所が法令の解釈として同様に勧誘等ではないという立場をとるという保証はない中、上記セーフハーバーの要件が満たされていると結論付けたとしても、レポートの内容・時期等の総合的見地から個社全体のライアビリティーマネジメントとしてレポートは出さない、という判断は十分ありうることから、それを過度に萎縮させるような書きぶりは避けるべきである。	○規則の考え方 ・「原則として公表等を行う」には、例外なく公表することを求めているものではなく、過度に萎縮させる表現ではないと考えます。
	【第4条第6項第2号】 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 ことにより場合には、投資者に対して、当該協会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 可能性があることも踏まえ、慎重に検討する必要があること になり得ると考えられること。	【第4条第6項の追加した3番目の項目】 ・第1項の考え方に示した指針の項目のうち、ニ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 ことにより場合には、投資者に対して、当該協会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 可能性があることも踏まえ、慎重に検討する必要があることに留意しなければならないこと になり得ると考えられる。 【理由】 同上。	【事務局】 ・「推知させることになり得る（現行案）」と「推知させる可能性がある（修正意見）」は同義と考えます。 ・「慎重に検討する必要がある（修正意見）」については、前述のとおり、第4条第6項の柱書にてカバーされているものと考えます。

(2) 第8条(情報管理の徹底)改正案について ①協会案でよい 8社 ②修正したほうがよい 4社

【修正意見等の内容】

	自主規制規則の考え方	備考
A社	【第8条第1項第3号の追加した最初の項目】 ・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 のには、当該情報 はが示唆情報となる蓋然性が高い と考えられることも踏まえ、慎重に対応する必要がある。 【理由】 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。)を制限する場合としては、法人関係情報の所持を理由とする場合に限られるのではなく、個社のリサーチマネジメントのプライオリティーの問題として公表の順序をきめるような場合も考えられ、制限する旨を伝達したからといってそれが示唆情報となる蓋然性が高いと断定するような書き方は避けるべきである。	【事務局】 ・第8条は「情報管理の徹底」について規定しており、「慎重に対応する必要がある(修正意見)」についてはカバーされているものと考えます。 ・現行案では、「示唆情報となる蓋然性が高いと考えられる」としており、ご指摘の「断定するような書き方」には当たらないと考えます。
	【第8条第1項第3号の追加した2番目の項目】 ・当該伝達を受けたアナリスト のその後の言動によりに対しても、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 になり得ることにも留意する必要があると考えられるのないう、十分に注意を払うよう要請しなければならない。 【理由】 上記のようにレポートの公表制限が必ずしも法人関係情報がからんでいるわけではなく(つまりウォールクロスの問題もないこともある)、また、法人関係情報がからんでいても、第4条のコメントのとおり、企業開示ガイドラインは、通常の業務の過程において行われるアナリスト・レポートの公表等についてのガンジャンピング規制からのセイフハーバーを定めたが、それはあくまで、金融庁の解釈の指針にすぎず、投資家等との裁判において虚偽記載による責任が争われた場合、裁判所が法令の解釈として同様に勧誘等ではないという立場をとるという保証はない中、上記セイフハーバーの要件がみたされていると結論付けたとしても、レポートの内容・時期等の総合的見地から個社全体のライアビリティーマネジメントとして、レポートは出さない(その結果として時期等を勘案してアナリストをウォールクロスさ	【事務局】 ・第8条は「情報管理の徹底」について規定しており、「十分に注意を払う(修正意見)」についてはカバーされているものと考えます。 ・第8条は「情報管理の徹底」について規定しており、レポートの公表等の是非について直接言及しておらず、それを過度に委縮させるような表現ではないと考えます。

	自主規制規則の考え方	備考
	せる場合もありうる)、という判断は十分ありうることから、それを過度に萎縮させるような書きぶりは避けるべきである。 【第8条第2項第2号の追加した最初の項目】 ・アナリストをウォールクロス <u>することによりした場合には</u>、当該アナリスト <u>はその後の言動に影響を受けることとなり</u> <u>に対して情報管理の徹底を要請するとともに</u>、結果として投資者及び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 <u>のないよう、になり得ること言動等</u> <u>にも留意する必要がある</u> <u>と考えられる旨を徹底しなければならない。</u> 【理由】 同上。	【事務局】 ・第8条の柱書に加え、第8条第2項は、重要情報の管理体制を整備するにあたり留意すべき事項を示しており、現行案文において修正意見はカバーされているものと考えます。
I 社	【第8条第2項第2号の追加した最初の項目】 ・アナリストをウォールクロス <u>することによりした場合には</u>、当該アナリスト <u>はその後の言動に影響を受けることとなり</u> <u>に対して、情報管理の徹底を要請するとともに</u>、結果として投資者及び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 <u>のないよう、になり得ること言動等</u> <u>にも留意</u> <u>する必要がある</u> <u>と必要である</u> <u>と考えられる旨を要請する。</u>	
B 社	【第8条第2項第2号の追加した最初の項目】 ・アナリストをウォールクロスすることにより、当該アナリストはその後の言動に影響を受ける <u>可能性があり</u> <u>こととなり</u>、結果として投資者及び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も留意する必要があると考えられる。	【事務局】 ・ご意見を踏まえ、「当該アナリストはその後の言動に影響を受けることとなり」を、「当該アナリストはその後の言動に影響を受けること <u>が考えられることから</u>」に修正してはどうか。
C 社	【第8条第2項第2号の追加した最初の項目】 ・アナリストをウォールクロスすることにより、<u>当該アナリストはその後の言動に影響を受けることとなり</u>、結果として投資者及び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も留意する必要があると考えられ	

	自主規制規則の考え方	備考
	る。 ⇒網掛け部の表現は、断定的であるので、もう少し緩和した書きぶりに修正してほしい。	
D社	【第8条第1項第1号の最初の項目】(改正対象外) ・「ロ 業績が予測どおりであること（上記イ以外のもの）」についてですが、予測どおりでないことが重要な情報であり、この一文は不要と思える。当方の捉え方が異なるのであれば、どのようなことが該当するのか具体的に例示して頂きたい。	【事務局】 ・業績が予測どおりであることが、世間一般の期待と異なる（一般投資者の投資判断に重大な影響を及ぼす）場合が考えられます。
	【第8条第1項第2号の最初の項目】 ・追加した「※上記イ～ニは・・・」（イ～ニ以外の情報）について、例えばどのようなものが該当するのか具体例をお示し頂きたい。 イ 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 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	【事務局】 ・小幅な変更、あるいは変更しない場合であっても、それが世間一般の期待と異なる（一般投資者の投資判断に重大な影響を及ぼす）場合などが考えられます。

2. アナリストの行動規制等について

(1) アナリストがアナリスト・レポート以外の手段により、個別企業の分析、評価等に関する情報提供を行う行為について

① 実態として存在する行為または想定として考えられる行為

【情報提供行為の概要】

- ・投資家からの個別の問い合わせへの対応は行っている。
- ・口頭、Eメール等で、過去に発行済のレポートに記載された範囲内で情報提供を行っている。
- ・レポートの公表後に公表された事実関係（統計データ、会社リリース、メディア記事）に基づく情報提供をEメールで行っている。
- ・アナリストが社内の営業部門を通して、間接的に顧客へ情報提供を行う場合がある。
- ・レポート以外の手段で情報伝達する場合、発行済みレポートの投資判断及び業績予想から逸脱しないよう細心の注意を払っている。
- ・アナリストの情報提供行為について社内規則を設け、一定の制限をかけている。
- ・一部の投資者・社内営業担当者等への選択的なコミュニケーションについては、社内外を問わず厳しく禁じている。
- ・レポート以外の手段によって、未発表の個別企業の分析・評価の結果を一部の顧客等に伝えることは禁止している。

○各社意見

	内容
A社	・口頭、メールなどで情報提供を行う場合があるが、それらの行為は全て既存のレポートに記載の範囲内に留めることとしている。新たな個別企業の分析若しくは評価等が発生した場合には、速やかにレポートを作成の上、コメントするようにしている。
I社	・レポート公表前に他の手段で情報提供することはないが、レポート公表後は、セミナー（プレゼンテーション用資料）、投資家とのコール、投資家とのミーティング等で、レポート記載内容に沿って、情報提供を行う。 ・Eメールによる情報提供も行っているが、記載内容は事実関係のみ（例：統計データ・会社リリース・メディア記事に対するショートコメント等）
B社	・当社の社内規則では、レポート以外の手段によって、未発表の個別企業の分析・評価の結果を一部の顧客等に伝えることは禁止している。レポート以外の手段によって情報提供を行う場合には、アナリストはアナリスト・レポートにて既に公表された個別企業の分析・評価の範囲内で行っている。
D社	・投資家からの個別の問合せへの対応等を行っている。

	内容
C社	・ 投資者等にメールや口頭で個別企業に関する情報提供を行う行為は、一定の制限のもとで存在している。当社では投資者や社内の営業担当者等とのコミュニケーションについてグローバルの社内規則にて規制しており、アナリストによる全てのコミュニケーションは公表済みのアナリスト・レポートの記載内容の範囲内に留めるという制限をかけている。一部の投資者・社内営業担当者等への選択的なコミュニケーションは社内外を問わず厳しく禁じられており、新規のカバレッジ、レーティングの変更、目標株価や収益予測の大幅な変更及びそのタイミング等について、アナリスト・レポートの公表前に投資者や他部門に伝達することも禁止している。
E社	・ セールスや投資家に対して、口頭又はメールで情報提供を行うことはアナリストにとっては日常的な行為であると思うが、その内容は基本的に既存のレポートをベースとしたものであり、新たな意見や見解を述べる手段として使わないこととしている。
F社	・ 投資家から個別企業に関する問い合わせが入った場合、「口頭」で回答をするケースなどは当然にしてある。
G社	・ アナリストの取材内容等に関して顧客向けメールや音声ファイル（個別企業の分析、評価等は記載せず、ファクトのみ記載）による情報提供を行っている。その他、朝会において調査本部アナリストが機関投資家営業部と情報共有しており、その内容は間接的に顧客へ情報提供している。
H社	・ 当社では、(1)顧客からの問い合わせに対してメールや電話で回答するケース、(2)工場見学・取材後あるいは出張先から、レポートに書くまでもないことを投資家にメール、電話で発信するケース、(3)顧客訪問の際に外交資料を使うケース、等でレポート以外の手段によって個別企業の分析・評価等を伝えることはある。 ・ ただし、当社では、レポート以外の手段を使うにしても、アナリスト自身の発行済みレポートの投資判断及び業績予想の世界観の中で情報伝達している。また、意に反して、見解変更の示唆につながってしまわないよう、細心の注意を払っている。なお、レポート以外の手段で、非カバー銘柄の仮想的な投資判断・業績予想などを伝えることも厳禁としている。 ・ 要するに、当社のアナリストが、レポート以外の手段で、投資家の投資判断に重大な影響を及ぼすと考えられている個別企業の分析・評価に関する新規の情報提供を行うことはない。

② 自主規制の是非について

1. 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）、
2. 規制すべきでない 1社、 3. その他 5社

【1. 規制したほうがよい】

○各社意見の概要

- ・ 公平な情報提供の観点から、レポート以外の手段による情報提供は、原則として禁止されるべきと考える。ただし顧客利便性から許容されるケースを規定すべきと考える。
- ・ 個別の問い合わせへの対応については「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」に従い行動すべき旨記載すべきである。
- ・ アナリストのコミュニケーション等について、協会規則において規制内容を明確化してほしい。

○各社意見

	意見等
H社	・ アナリストが提供する情報については、公平に提供されるべきものと考ええる。日本証券アナリスト協会が定める「証券アナリスト職業行為基準」においても、基準9(1)「会員は、証券分析業務を行う場合は、すべての顧客を公平に取り扱うようにしなければならない」と定められており、その趣旨として「すべての顧客を差別することなく、公平に取り扱うようにすべき旨の規定である。このことは、証券アナリストに対する社会的信頼を維持するうえで、大事な要素と考えられる」とされている。すなわち、アナリストは公平に情報提供することが一般的に期待されていると考える。 ・ レポートは、各種情報媒体を通じて公表されることから、レポートにより情報発信することこそが公平な情報提供であると考えられる。レポート以外の手段による情報提供は、社内・社外に関わらず、原則として禁止されるべきと考える。 ・ ただし、レポート以外の手段による情報提供を一切禁じることは、顧客の利便性を著しく欠くことになる。そのため、一定の範囲での情報提供は許されるべきと考える。 ・ 許容・例外の線引きとしては、以下のようなものが考えられる。 (許容されるもの) ☐ 既発行のレポートの範囲で情報提供すること（レポートの記載内容に沿った情報提供すること） ☐ 既発行のレポートについて補足説明すること（レポート記載の各種数値の背景や、各種数値をまとめたデータやブレイクダウンしたデータを情報提供すること）

	意見等
	☐ アナリストが担当する会社が公表（公表に準ずるようなラージ・ミーティングで言及された内容を含む）した情報を提供すること （禁止されるもの） ☐ 既発行のレポートとは食い違う意見等を、レポートによらずに表明すること ☐ アナリストが担当する会社への個別取材やスモール・ミーティングなど、会社が一部の者に発信した情報を、レポートによらずに提供すること
D社	・個別の問い合わせへの対応については「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」に従い行動すべき旨記載すべきである。ただし、個別の対応に対して審査を行うことは現実的には不可能である。（当社では個別の問い合わせへの対応に関してはアナリスト・レポートの範疇としていない）
G社	・FINRA にはアナリストのコミュニケーション等についての規制があるため、殆どの大手証券会社はそれを意識していると考えられるが、国内で適用される協会規則においても規制内容を明確化してほしい。なお、顧客向けメールの内容は、個別企業の分析、評価等を記載せず、ファクトに限定することとして、アナリスト・レポートに該当しないような対応を行っている（送信先も特定投資家に限定しているため、広告等の審査も不要として取り扱っている）が、アナリスト・レポートに該当しないようにするためには、どこまでの記載とするのか、あるいは送る人数等の指針が必要と考えている。

【２．規制すべきでない】

	意見等
F社	・第8条（情報管理の徹底）が厳格に管理されていれば、特に新しい規制を設ける必要性はない。

【３．その他】

○各社意見の概要

- ・レポート以外での一切の情報提供禁止には反対である。規則第8条第2項において、情報管理の徹底を補足するような考え方を示せばよいのではないかと。
- ・情報の管理については、既存の自主規制規則に準じて取り扱われるべきものと理解している。自主規制を設ける場合は厳格すぎるルールとならないよう留意する必要があると考える。
- ・個別企業の分析、評価等に関する情報提供は幅広く、投資家にとって重要な情報については、レポートの形で公表すべきだが、すべてを規制の対象とすべきではない。
- ・Selective Disclosure に対する問題意識が海外で高まっていることを踏まえ、何らかの形でガイダンスを設ける必要性はあると考える。

○各社意見

	意見等
A 社	・ レポート以外での一切の情報提供を禁止することには反対する。ただ、既に第 8 条第 2 項において、投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすと考えられるような担当企業の新たな分析若しくは評価のコメント（口頭、書面）を行うことは、公表前のアナリスト・レポートの内容として情報管理の徹底が求められており、これを補足するような考え方を示せばよいのではないかと考える。例えば、口頭または書面によるコメントは、既存のレポートに記載されている内容に沿ったものである必要があるとの考え方を示すことなどは検討の余地があると考ええる。その際には、様々なケースが想定されるところでもあり、過剰にアナリストの行為を縛ることのないよう、対応についての適切な考え方を示すような内容とすべきと考える。
I 社	・ 現行で当然に遵守されてしかるべき事項であり、規定する必要性はないと思う。
C 社	・ 法人関係情報や、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の管理については、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及びその考え方や本規則の第 8 条にて規定済みであり、アナリスト・レポート以外の手段による情報伝達についても既存の自主規制規則に準じて取扱われるべきものと理解している。 ・ アナリストの行為規制については各社にてそれぞれ適切な社内規則が存在していれば、協会の規則にて細かく規定する必要性は必ずしもないものと思料する。協会から協会員各社にて適切な社内規則を整備すべき、という指示を出されることについては基本的に賛成する。 ・ 統一した自主規制を追加的に規定する必要があるれば、本規則にてハイレベルなガイドラインを追加することを議論する価値はあるものと思料する。新たに追加的な自主規制を設ける場合は、過度にアナリストの活動を委縮させたり、グローバルスタンダードを超えた厳格すぎるルールとならないよう留意する必要があると考える。アナリストは上場発行者や投資銀行部門からは独立した専門的な立場から市場に情報提供する役割を担っていることから、アナリストの情報提供を過度に規制すると、投資者に適時適切に情報が提供されないこととなり、投資者の保護に反するリスクが高まる。結果として、日本市場の不透明感が高まり、日本市場に対する国内外の投資者の信認を損なうことに繋がりがかねないことを強く懸念する。
B 社	・ 業績予想、レーティング、目標株価については、変更値の大小にかかわらず、投資家にとって重要な情報となりえるため、これらについては、一部の投資家に優先的に開示されるべきでなく、必ずレポートの形で公表すべきとの規制を行うほうがよい。一方で、個別企業の分析、評価等に関する情報提供とは幅広い行為を指し、こちらをすべてレポートに記載すべきとすると、徒に投資家への情報提供を妨げることとなるため、規制すべきではない。
E 社	・ アナリスト・レポート以外の手段により情報提供を行うことは当然ながら想定されるが、現行の協会規則でカバーされていないため、各協会員にその対応は委ねられていたが、Selective Disclosure に対する問題意識が海外で高まっていることを踏まえると、なんらかの形でガイダンスを設ける必要性はあると考える。

(2) アナリストをウォールクロスさせることについて

1. (原則として) アナリストをウォールクロスさせてはいけない旨を規定したほうがよい 2社 (アナリスト・レポート規則により規定: 2社)
2. アナリストをウォールクロスしてもよいケースを規定したほうがよい 2社 (アナリスト・レポート規則により規定: 2社)
3. ウォールクロスについて規制すべきではない 6社

【1. (原則として) アナリストをウォールクロスさせてはいけない旨を規定したほうがよい】

○各社意見の概要

- ・ウォールクロスは、レポートの公表を制限するだけではなく、示唆情報となり得ることやアナリストの言動が法人関係情報の取得を示唆させるなどの不都合を生じさせることから、原則として禁じることが解決策の一つと考える。またアナリストの独立性の確保の観点からも望ましい状態とはいえない。
- ・規則化する場合、一定の例外も必要と考えられることから、法令諸規則の定めによりウォールクロスをする場合や、管理部門からの要請によりウォールクロスする場合には、例外的に許容されるべきと考える。
- ・自主規制規則第8条で、情報管理を徹底、情報を適切に管理する必要があるとしながら、社内資料等の作成等といった不明瞭な目的のために意図的なウォールクロスが必要とは感じられない。例外として、アナリストに情報を伝達するケースもあるので、規制の際には配慮してほしい。なお、グローバル・オファリング時にアナリストが海外顧客を訪問する日程を確保する場合、J-REITエクイティファイナンスの発行決議日の翌日に開催されるアナリストミーティングに準備する場合等に、アナリストをウォールクロスしている。

○各社意見

	意見等
H社	・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）については、企業内容等開示ガイドラインの改正に伴い、届出前勧誘に該当しないこととなったことから、原則として公表等を行うことが規定される。また、公表等を制限することは、当該会員が法人関係情報を取得していることを推知させる可能性があるため、原則として制限は行わないものと考えられる。 ・公表等を制限するケースの多くは、アナリストに対して法人関係情報を伝達する（ウォールクロスする）ケースと考えられる。アナリストに対してウォールクロスすることは、レポートの公表を制限するだけではなく、規則改正案8条の考え方に示されるとおり、示唆情報となり得ることやアナリストの言動が法人関係情報の取得を示唆させるなどの不都合を生じさせる。これらの不都合を生じさせないためには、アナリストへのウォールクロスを原則として禁じることが解決策の一つと考える。 ・また、ウォールクロスによりレポート公表を制限することは、アナリストの活動を制限するものであり、アナリストの独立性の確保の観点から望

	意見等
	ましい状態とはいえない。アナリストの独立性の確保の観点からも、特に引受部門、投資銀行部門、法人部門、営業部門からの要請によりウォールクロスを行うことは禁じられるべきと考える。 ・ただし、規則化する場合には、一定の例外も必要と考えられることから、法令諸規則の定めによりウォールクロスをする場合や、管理部門からの要請によりウォールクロスする場合は、例外的に許容されるべきと考える。
D社	・自主規制規則第8条で、情報管理を徹底、情報を適切に管理する必要があるとしながら、社内資料等の作成等といった不明瞭な目的のために意図的なウォールクロスが必要とは感じられない。偶発的なものを除き、ウォールクロスは原則行わない等の文言を入れることに別段の不自然を感じない。 ・しかしながら、例外として、情報を伝えるケースもあるため、表現にはご配慮頂きたい。 ・当社例としては、グローバルオフERING時にアナリストが海外顧客を訪問する日程を確保する場合、J-REIT エクイティファイナンスの発行決議日の翌日に開催されるアナリストミーティングに準備する場合、海外エクイティファイナンス（公募売出し、ユーロ円 CB 等）のローンチ前にリサーチガイドラインを伝達する場合。

【2. アナリストをウォールクロスしてもよいケースを規定したほうがよい】

	意見等
G社	・ウォールクロスが認められるケースについて業界として共通の認識も持つべきと考える。そのためにどのようなウォールクロスが、アナリストの業務に照らし、ふさわしい行為なのか明確化すべきである。例えば、「公募増資案件における販売円滑化のために、案件公表後のセールス教育、勉強用資料作成に向けて予め当該銘柄をカバーしているアナリストがウォールクロスされる場合」等を列挙。）
J社	・情報管理の観点からはウォールクロスをさせない方が良いと思うが、必要な場合があることも想定されるのであれば規定した方が良い。

【3. ウォールクロスについて規制すべきではない】

○各社意見の概要

- ・法人関係情報管理規程及び現行のアナリスト規則改正案にて必要な注意事項はほぼ網羅されていると考えられる。各社において情報管理態勢を勘案の上対応を判断すればよく、新たに一律にアナリストの OTW 禁止を盛り込む必要はないと考える。
- ・個社の業務上の必要性からウォールクロスの是非を自主規制規則で規定することは過剰である。
- ・発行決議前にウォールクロスし、決議後の対応（投資家・営業員に提供するための資料作成、アナリストの日程確保を含んだロードショー・説明会の準備等）に備える意義は十分にある。

- ・アナリストのウォールクロスが禁止されると、オフERING案件公表当日から投資者向け資料の作成に急遽取り掛かることになり人的リソース等の観点から実務上の対応は難しく、またアナリストが分析にかけられる時間も極端に限られることになるための確な情報を投資者に提供できず、投資者保護および投資者の利便性の観点から問題が生じ得る。
- ・ウォールクロスされたアナリストから引受判定会議に提供される情報は証券会社として引受リスクを判断する上で重要な要素である。協会規則（有価証券の引受け等に関する規則）においても、「主幹事会員は、引受審査を行うに当たっては、引受審査業務の重要性に鑑み、証券アナリストの調査結果の活用に努めなければならない。」とされている。
- ・ウォールクロスの理由は多様であり、限定列挙することは困難であることから、注意事項としての記載で十分であると考える。

○各社意見

	意見等
A社	・法人関係情報及びその蓋然性の高い情報の伝達、示唆の禁止は既に「法人関係情報管理規程」定められており、その伝達が必要な際には内部管理部門の承認を受けて行うこととされている（日本証券業協会「法人関係情報管理規程」【社内規程モデル】第11条）。また、同規程「第3章 禁止行為」において法人関係情報を取得している場合の各種の禁止行為が定められている。 ・このように、全役職員に対して同一の取り扱いがされている中で、アナリストに対して重ねてOTWの禁止規定を設ける必要性は見いだせない。 ・一方で「有価証券の引受け等に関する規則」第12条第6項には引受審査の適切性を確保するために、以下の規定が設けられている。 「主幹事会員は、引受審査を行うに当たっては、引受審査業務の重要性に鑑み、証券アナリストの調査結果の活用に努めなければならない。』 ・当該規定は、アナリストの調査が適切な引受審査業務のためには必要であることを明確に定めており、しかも主幹事会員に対してであることから、おのずと案件公表前にアナリストをOTWとして必要な調査、情報収集に当たらせなければならなくなる。もちろん、OTWが不必要（調査が不要）と考えられる場合にまで必ずOTWをしなければならないわけではない。 ・上記各種の現行規則・社内規程モデルを勘案するに、アナリストを積極的にOTWとする必要はないものの、必要な場合にはその影響等を考えて慎重に対応する必要があると考えるが、これらはすべて現行アナリスト規則及び同規則改正案において規定されている【アナリスト規則改正案第8条第1項乃至新第3項（新第3項の書きぶりは要検討）及びその考え方、現行アナリスト規則第11条】。 ・また、内部管理態勢ワーキングの議事録でも以下のとおり記録されている。 『ウォールクロスに関して留意すべき事項であることに反対意見はないと受け止めている。文意の感じ方において、各社で軽重があるものと理解している。もっと強い書きぶりを求める意見もあったが、事務局としては留意事項として記載することが相応しいと考えている。ウォールクロス进行全否定するものではないが、過去の事例等を踏まえ、業界として不慮の事態を生じにくくさせることは必要であると考えている。』 ・以上のとおり、アナリストのOTWが必要となる場合があることはJSDA規則において規定されており、一方で法人関係情報管理規程及び現行のア

	意見等
	ナリスト規則改正案にて必要な注意事項はほぼ網羅されていると考えられる。また、アナリストの OTW は、JSDA 引受規則にも規定されているとおり、会社としてのガバナンス及びライアビリティ・マネジメントを強化する観点から必要となる場合もあり、そのような場合には各社において情報管理態勢を勘案の上対応を判断すればよく、新たに一律にアナリストの OTW 禁止を盛り込む必要はないと考える。これらの OTW は、アナリスト規則第 11 条にて禁止されているリサーチの独立性を害するような投資銀行部門・引受部門の営業推進を企図したものとは、性質の異なるものであって混同されるべきではない。
F 社	・規則第 8 条（情報管理の徹底）の条文と考え方に従い、堅確な管理が行われるのであれば、個社の業務上の必要性から検討すべきウォールクロスの是非を自主規制規則で規定する事は過剰であると認識する。
I 社	・以下の観点より、ウォールクロスが必要となる場合は引続き存在することから、現行通り協会規則等の主旨を踏まえ、各社の事情に即した社内規定、基準、手続き等を各社が制定し、それに基づき運用管理することが適切と考える。 ・IPO、PO に限らず、発行決議後オフリング終了までの短期間で、投資家からの質問にアナリストとしての見解を正確に伝えることは投資家の保護・利便性の観点でも有益であり、決議前にウォールクロスし決議後の対応（正確な情報を投資家や営業員に伝える為の資料作成や、アナリストの日程確保を含んだロードショーや説明会の準備等）に備える意義は十分にある。 ・オフリング案件公表前に引受証券社内で行われる引受判定会議において、発行会社担当のアナリストがウォールクロスされた上で、発行会社や業界に関する分析を口頭及び文書で提供する場合がある。アナリストは、発行会社や業界に関する知見があることから、ウォールクロスされたアナリストから引受判定会議に提供される情報は証券会社として引受リスクを判断する上で重要な要素である。有価証券の引受け等に関する規則（平 4. 5. 13）においても、「主幹事会員は、引受審査を行うに当たっては、引受審査業務の重要性に鑑み、証券アナリストの調査結果の活用に努めなければならない。」とされている。アナリストのウォールクロスができなくなると、投資家サイドの評価も把握できず、引受判定会議の実効性が損なわれる虞があり、引受判断の妥当性にも影響し、結果として引受リスクへの影響が大きいと考える。 ・また、アナリストのウォールクロスが行われた場合でも、その期間が短く設定され、アナリストの取得した重要情報を適切に管理する体制が整えられていれば、直ちに法人関係情報の存在を推知させることになる訳ではないものと思料する。
B 社	・アナリストのウォールクロスについては、慎重に取り扱うべきものとするが、ウォールクロスの理由は多様であり、限定列举することは困難であることから、注意事項としての記載で十分であるとする。

	意見等
E 社	- 増資インサイダー事件後、ウォールクロスされた従業員の行動がシグナリングになり得ることは法人関係情報管理規程のモデルで既に明記されており業界全体の認識となっているが、アナリストが引受案件に関わっていることを踏まえて、当規則においてもそのリスクについて言及することは重要であると考え。従って、第4条や第8条の改正は賛成である。 - 一方で、引受案件において協会員が投資家教育等を適切に行うことは、健全な資本市場を維持するために重要であるが、これらの行為は引受部門だけでできることでなくアナリスト等引受部門以外のサポートを得ているため、ウォールクロス自体をなくすことは不可能である。また、ウォールクロスの可否は、案件内容等によっても異なるため（例えば、その会社のサイズや知名度によって、投資家教育の重要性は変わる）、ウォールクロスしてよいケース/してはいけないケースについて一律にルールを設けてしまうことは、引受案件におけるアナリスト等のサポートが必要であるという前提を覆すことになりかねず、それは結果的に引受案件そのものを適切に実行できなくなるリスクがある。そのため、上記の述べたシグナリングのリスクを踏まえ、改正される第4条、第8条を遵守しつつ、ウォールクロスそのものの対応は各協会員に委ねることが適切であると考え。
C 社	「1.（原則として）アナリストをウォールクロスさせてはいけない旨を規定したほうがよい」については反対する。 「2. アナリストをウォールクロスしてもよいケースを規定したほうがよい」についても、想定されるケースを限定列举することが不可能であることから、反対する。 「3. ウォールクロスについて規制すべきではない」について、自主規制規則にて過度の規制を行うことは、以下のような懸念が存在する。 - アナリストを他の部門の業務に携わらせることによりウォールクロスされた場合の情報管理や、アナリスト・レポートの公表に係る制限は、既存の自主規制規則及び考え方にて手当て済みであるため、追加的な自主規制を設ける必要はないものと考え。 - アナリストを投資銀行部門（引受業務やM&A 業務等）のためにウォールクロスさせる業務上の必要性としては、案件公表前のタイミングで引受判断の材料としての知見の提供、及び投資銀行部門から独立した立場での投資者への情報提供の準備といった役割が挙げられる。アナリストのウォールクロスが禁止されると、証券会社の引受判断の妥当性にも影響し、引受リスクをはじめとする様々なリスクが増大することとなる。また、アナリストのウォールクロスが禁止されると、オフリング案件公表当日から投資者向け資料の作成に急遽取り掛かることになり人的リソース等の観点から実務上の対応は難しく、またアナリストが分析にかけられる時間も極端に限られることになるための確な情報を投資者に提供できず、投資者保護および投資者の利便性の観点から問題が生じ得る。 - 特に IPO においては、市場に新規上場される銘柄について市場参加者の大半が知見のないところ、発行者や業界に関する知見を持つアナリストが果たす役割は大きいものと考えられる。発行者に関する企業評価、プレ・ディール・リサーチ・レポートの配布を通じた投資者への情報提供などは、専門性を有するアナリスト以外では担うことが難しい役割である。また、IPO は通常は法人関係情報には該当せず、取引可能な株式が市場に流通していないことから、アナリストをウォールクロスすることにより示唆情報となる蓋然性やインサイダー取引に繋がる懸念は存在せず、ウォ

	意見等
	ウォールクロス自体に伴うリスクは極めて限定的であると考えられる。 ・既上場企業の公募増資及び売出しに関して、一般的に、発行者の決算発表等重要情報の発表後のタイミングで公募増資や売出しは実施されるため、アナリストをウォールクロスするタイミングにつき適切に管理・設定することで、アナリスト・レポートの執筆制限により通常公表されるはずのタイミングでアナリスト・レポートの公表が制限されるという事態がほとんど想定されず、またアナリストがウォールクロスされるのは発行者による案件実施意向が最終確認された後、案件公表の数営業日前のみであることから、その短期間にアナリスト・レポートの公表が制限されることにより示唆情報に繋がる、という蓋然性は極めて限定的と考えられる。不必要なウォールクロスを避け、極力短期間に限定すべきという方針は、当社においては既に社内規則に規定済みである。協会員においては、既上場企業の公募増資及び売出しに際してアナリストをウォールクロスする場合には、その必要性ならびに実施時期と期間につき適切に管理し、ウォールクロスが示唆情報とならぬよう社内管理を徹底すべきという、努力義務を自主規制規則の考え方に盛り込むことは妥当であると思料する。 ・上述の理由により、アナリストのウォールクロスを必要以上に制限することは、証券会社の引受リスクを増大させるものと考えられる。引受判断はそれぞれグローバルの社内規則に沿って行っている協会員もあることから、アナリストの他の部門の業務への関与については個々のケースに応じて協会員各社にて適切に管理することを担保すれば十分であると考えられる。また、アナリストのウォールクロスを必要以上に制限することにより投資者に適切な情報提供がされないこととなり、投資者の保護に反するリスクが高まる。結果として、日本市場に対する国内外の投資者の信頼を損なうことに繋がりかねないことを強く懸念する。

3. その他意見等

○各社意見の概要

- ・協会では、会員の信頼性の向上を目指して各種規則の見直しが行われてきた。規則として明文化することにより、証券界全体で統一的な取組みを行うことが認知され、結果として、アナリストやアナリスト・レポートの信頼性の向上に繋がるものとする。
- ・既に協会規則（アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則）において、引受部門及び投資銀行部門の業務への関与の禁止が規定されている。必要な規定が整備されているもとにおいて、個別の問題のために全面的にアナリストのウォールクロスを制限することは非常に問題を含んでいる。
- ・ウォールクロスにあり方は、各社のビジネスモデルから判断すればよい。ウォールクロスの実施の是非は、各社の自己責任に委ねることで十分であるとする。

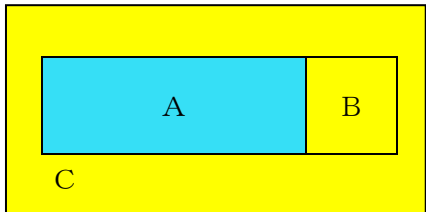
○各社意見

	意見等
H社	・アナリストによるレポート以外の手段による情報発信の禁止およびアナリストに対するウォールクロスの禁止については、ルール化するまでもなく、既に各社で対応している可能性もあり、ルールによらずとも自主的に対応しているものと考えられる。 ・しかしながら、日本証券業協会では、会員の信頼性の向上を目指して各種ルールの見直し等が行われてきているところであり、アナリスト・レポートやアナリストの行動についても、信頼性の向上のために必要な措置を講じていくべきものとする。また、本来的に自主規制は必要最低限のものであるべきと考えるが、社会から求められる最低限のラインは、年々高くなってきていると考えられるため、信頼性向上のためには、従来であればルール化する必要までは至らない事柄であっても、ルール化していくことが望ましい状況にあると考える。レポート以外の情報発信の禁止やウォールクロスの禁止に関しても、ルールとして明文化することにより、証券界全体で統一的な取り組みを行うことが認知され、結果として、アナリストやアナリスト・レポートの信頼性向上に繋がるものとする。
A社	・補足ではあるが、議事録に以下の発言が記録されている。 「当社の海外現法でも国内と同様（ウォールクロスの禁止）の運用をしているが、海外のウォールクロスの現状を調べて教えてほしい。そもそも営業促進でウォールクロスすることがどうなのかということであって、法人関係情報を自ら取得することは当然あるため、それを規制するものではない。当社では、2年前から積極的なウォールクロスはしていないが、実務上問題は全くなかった。」 ・もしこの発言に基づいて再度アナリストの OTW 禁止を検討するということであれば、その前提自体が間違えている。発言にもある「2年前から積極的なウォールクロスはしていない」というのは、規則は2年前から変更されておらず、当時この発言者が OTW の意味、他の JSDA 規則を踏まえてどのように対応しないといけないかを誤解していただけた結果である（上記のとおり、各種規定の趣旨から投資銀行部門・引受部門の営業推進を企図したという意味での積極的な OTW はあり得ない。）。個社が間違えた理解の上で過去に対応を行ってきたことにより、その対応を現時点で厳しくするのは個社の問題であり、必要な規定が整備されているもとにおいて、その個社の個別の問題のために全面的にアナリストの OTW を禁止として扱うのは非常な問題を含んでいると考える。
F社	・アナリストのウォールクロスの「是非」が議論となっているが、アナリストが調査活動を遂行する過程で自らが「重要情報」を取得し会社管理が開始される場合も有り、その際には規則第8条（情報管理の徹底）に従った情報の管理がなされる。その場合、ウォールクロスさせた場合と同内容の管理となるため、ウォールクロスの是非を論じて、管理の仕方は同じとの認識である。ウォールクロスの在り方は、各社が自社のビジネスモデルの中から判断すれば良い事柄であり、厳格な情報管理態勢とセットで運用されるのであれば、「実施の是非」は各社の自己責任に委ねる事で十分と考えるものである。但し、本件問題提起の趣旨は良く理解出来るため、厳格な情報管理態勢を確保する手段として、アナリストをウォールクロスさせる場合には、「管理部門の承認を得るものとする」といった記述を参考例として「考え方」に記してはどうか。

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 <u>及び審査担当者の審査項目</u>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、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。	・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)	
	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 <u>内部</u> 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。 ・<u>アナリストをウォールクロスすることにより、当該アナリストはその後の言動に影響を受けることとなり、結果として投資者及び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>アナリストを他の部門の業務に携わせることにより、当該アナリストに重要情報を伝達した場合、アナリス</u>	・「管理部門」に表記統一。 ・前項と同様に、アナリストをウォールクロスした場合、その後のアナリストの言動により、結果として投資者等に法人関係情報等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。（記載不要の意見2社） ・アナリスト・レポートの公表等を制限することが、法人関係情報の存在を推知させ

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		