

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 36 回)

平成 27 年 4 月 27 日 (月) 午後 2 時
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等について
2. その他

以 上

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の意見照会結果

1. 公表済みのアナリスト・レポートの背景となる事実を補足説明する行為

【仮整理】レポートに記載された評価・分析の理由の説明であり、レポートの内容と矛盾しない場合には、特定の顧客に対して選択的に情報伝達を行うことは認められる。

①仮整理への同意／不同意

同意する 9 社	同意しない 0 社	その他 1 社	
	なし	1-①-71	レポートに記載された評価・分析の理由の説明であり、レポートの内容と矛盾しない場合、情報伝達は認められるという点は同意する。但し、そのような情報伝達は、特定の顧客だけが利得を得るような情報ではないものであり、それを「選択的情報伝達」と呼ぶのは誤解があるので避けるべき。

②伝達が可能であると考えられる公表済みのアナリスト・レポートの背景となる事実にはどのようなものが考えられるか。

仮整理に同意した社の回答			同意しなかった社の回答	その他の社の回答	
1-②-1	○	会社の有価証券報告書の内容、会社のホームページの内容がまず挙げられる。そのほか、具体的には、下記の内容が挙げられる。 ➤ 会社発表のプレスリリースの内容、会社説明会で会社がコメントした内容や使用した資料の内容 ➤ 製品・サービスの特徴（強み/弱み）、市場シェア（業界順位）過去の株価変動 ➤ 会社に関する過去の新聞記事公表済みアナリスト・レポートの記載内容 ➤ 分析・予測の前提（マクロや業間環境、企業個別の前提は次項でカバー） ➤ 試算などの途中経過	なし	1-②-71	投資家に対して、対象企業の会計基準や事業内容、業界でのポジションなど、当企業を分析する上の基礎となる事実を伝達する場合。
1-②-2	○	公知情報（発行体が公表した事実、マクロ・産業統計情報）。			
1-②-3	○	公表済みの会社情報及び経営陣による声明。			
1-②-4	○	過去のデータ。			
1-②-5	○	ニュース記事。			
1-②-6	○	一般に入手可能な情報（例：情報ベンダーが提供するデータ等）。			
1-②-7	○	レポートに記載された発表事実の詳細な解説や、会社が発表している数字の解説、レポートの元となったマーケットデータ、モデルなど。			
1-②-8	○	投資家のセンチメントや市場に関する情報。			
1-②-9	●	レポートの結論と整合的であれば問題ないとする。これを否定するとレポートに書いていないことは一切伝えられないということになる。			
1-②-10		レポートの内容と矛盾しないとの前提で、評価等の根拠の説明。			
1-②-11	○	「特定の顧客」ならびに「選択的」を対象とした情報伝達に同意する。			
1-②-12		分析の前提となるアナリストの予想。			
1-②-13	●	説明によって、投資判断に影響を及ぼすような重要情報に該当しない範囲内でレポートの補足説明を行うこと。			
1-②-14		ファンダメンタルズ分析の補足説明など。			
1-②-15		多様な状況が考えられ、具体的な内容を規定すべき（できる）ものではないと考える。上記にあるとおり、アナリストが自ら調査しレポート作成に関し評価・分析した内容であり、レポートの基礎となる内容若しくはデータをベースに説明できるのであれば問題ないとする。			
1-②-16	●	公表済みのアナリスト・レポートと整合的なアナリストの見解は全て可能。			
1-②-17		アナリスト・レポートの内容に関する詳細な議論等、公表済みのアナリストの見解と整合的なコミュニケーション。			

2. 公表済みのアナリスト・レポートの詳細分析（補足説明）を伝達する行為。

【仮整理】レポートに記載された評価・分析の基礎資料又は解説であり、レポートの内容と矛盾しない場合には、特定の顧客に選択的に情報伝達を行うことは認められる。

①仮整理への同意／不同意

同意する 9社	同意しない 0社	その他 1社	
	なし	2-①-71	レポートに記載された評価・分析の基礎資料又は解説であり、レポートの内容と矛盾しない場合には、情報伝達は認められるという点は同意する。但し、そのような情報伝達は、特定の顧客だけが利得を得るような情報ではないものであり、それを「選択的情報伝達」と呼ぶのは誤解があるので避けるべき。

②伝達が可能であると考えられる公表済みのアナリスト・レポートの詳細分析（補足説明）となる情報にはどのようなものが考えられるか。

仮整理に同意した社の回答			同意しなかった社の回答	その他の社の回答		
2-②-1	○	レポートに書き切れていない業績予想前提（生産台数、原材料価格、為替前提、個別詳細な製品単価見込み等）、が伝達可能と考えられる。	なし	2-②-71		分析の根拠となるリサーチモデルの送付。レポートをベースとしたプレゼン資料の送付。
2-②-2	○	レポートに記載した売上・利益などの実績・予想数値の詳細内訳。				
2-②-3	○	たとえば、TOBによる持株比率の上昇が予想される場合、「50%+1株」のケースと「100%」のケースの財務シミュレーション結果しかレポートに掲載していない場合においても、持株比率75%のケースのシミュレーション結果も伝達できると考える。				
2-②-4	○	アナリスト・レポートに記載された業績予想の、事業ごとの詳細な数字や、前提となっている商品価格設定予想等。				
2-②-5	○	レポートに掲載した図表の解説、予想の前提となる数値の詳細等。				
2-②-6	●	経営陣の考え方・評価など数値しにくく、レポートでは詳細を伝えにくい情報。				
2-②-7	○	公表済みの会社情報及び経営陣による声明。				
2-②-8	○	過去のデータ。				
2-②-9	○	ニュース記事。				
2-②-10	●	一般に入手可能な情報（例：情報ベンダーが提供するデータ等）。				
2-②-11		分析の手法（収益モデル、感応度、企業価値、株価予測、市場動向（需給、価格））。				
2-②-12		投資家のセンチメントや市場に関する情報。				
2-②-13		公表済みのアナリストの見解に関する補足的なデータ又はより詳細なモデルに関するデータ。				
2-②-14	●	レポートの結論と整合的であれば問題ないとする。これを否定するとレポートに書いていないことは一切伝えられないということになり現実的ではない。				
2-②-15	●	同様の前提、分析手法による同業他社比較。				
2-②-16		レポートの内容と矛盾しない、資料の補足説明。				
2-②-17	●	説明を行うことで、投資判断に影響を及ぼすような重要情報に該当しない範囲内での詳細説明。				
2-②-18		多様な状況が考えられ、具体的な内容を規定すべき（できる）ものではないと考える。上記にあるとおり、アナリストが自ら調査しレポート作成に関し評価・分析した内容であり、レポート内容の基礎となる内容若しくはデータをベースに説明できるのであれば問題ないとする。				
2-②-19		敢えて典型的な例を挙げるとすると、その詳細分析が、レポートの前提条件（ファンダメンタル）になっている場合や記載内容の進展度合い若しくはブレイクダウンなどに関しては伝達可能と考える。				
2-②-20	●	公表済みのアナリスト・レポートと整合的なアナリストの見解は全て可能。				
2-②-21		アナリスト・レポートの内容に関する詳細な議論等、公表済みのアナリストの見解と整合的なコミュニケーション。				

3. 公表済みのアナリスト・レポートに記載のない長期の評価・分析を伝達する行為。

【仮整理】レポートにおいて、当該期間のシナリオ等の評価・分析を記載していない場合には、特定の顧客に選択的に情報を伝達することは認められない。

①仮整理への同意／不同意

同意する 7社			同意しない 2社		その他 1社	
			3-①-41	レポートには通常2期先程度までしか記載しない。その先のシナリオを聞かれた場合に答えられないというのは現実的ではない。	3-①-71	「長期」では読み手によって想定する期間に差異があることが想定されることから、誤解を避けるために「中長期」とすることでいかがか。
			3-①-42	公表済みのレポートから論理的に導かれる内容であれば、特に厳格に制限する必要はないのではないか。通常、レーティング及び目標株価の達成期間は1年ほどであり、一般的にそれより長期の予測は精度も下がり、現在の株価に影響のあるような長期予測の変更については、現行のレーティング、目標株価にも影響があるので、そちらを管理すればよいと考える。	3-①-72	一般に、現時点から時期が遠のくほど正確な予想は困難となる。中長期の評価・分析については、公表済みのアナリスト・レポート内では予測実現時期等にずれがあるとしても、中長期の範囲内であれば時期に関わらず公表済みのアナリスト・レポートの趣旨に基づいて整合性が確保されている限りは、一定の評価・分析が許容できると考える。
					3-①-73	アナリスト・レポート中に記載されたリスク/カタリストに基づく予測であって、その発生時期のずれに起因する株価影響については、予め想定されていたものとして取扱えると考え。
					3-①-74	但し、例えば3年先と5年先で見方が全く違うというような場合を想定すると、選択的な伝達は顧客間で不公平となるため、レポートに予め記載したうえで対応すべきと考える。

②伝達が可能であると考えられる公表済みのアナリスト・レポートに記載のない長期の評価・分析となる情報にはどのようなものが考えられるか。

仮整理に同意した社の回答				同意しなかった社の回答			その他の社の回答		
3-②-1	●	レポートには3年先までの業績予想しか掲載されていないが、記載のない4年後以降の業績の方向感について投資家に質問された場合、下記の内容等について、4年後以降に具現化することが公知、あるいは常識化しているのであれば、それに基づいて業績の方向感についてコメントすることが可能と考える。	➤ 税制変更などのマクロ的なイベント ➤ 当該銘柄の属する業界固有のイベント、サイクル、トレンド ➤ 当該銘柄の固有要因（特許切れ、中国メーカーの急迫、次世代製品向け需要の拡大など）	3-②-41		レポートの投資判断と整合的な範囲において、レポートに記載のない長期の業績予想や株価見通しを伝えることについては問題ないと考え。但しレポートの結論（Buy or Sell）と異なるコメントを行う場合は、長期シナリオ（またはリスクシナリオ）としてレポートに記載すべきと考える。	3-②-71	●	公表済みのレポートから論理的に導かれる情報であり、伝達する相手を問わず内容が同一であるもの。
3-②-2	●	レポートに記載した向こう3年目までの業績トレンドが4年目以降も継続する、という前提を置いた上で、業績について説明できると考える。つまり、レポートに記載された今後3年間の業績トレンドをベースにして議論するというスタイル。たとえば、向こう3年目までの売上の年平均伸び率が5%の場合、同様の伸びが4年目以降も年平均5%で継続するとした場合、営業利益の年平均3%増が予想される、とコメントできると考える。							
3-②-3	●	レポート上で、向こう3年間の営業利益率が毎年2%ずつ改善する予想を掲載しているとする。4年目以降も同様に営業利益率が2%改善するとした場合に、中期の営業利益率はX%と見込まれ、売上高がY億円の場合の営業利益はZ億円と試算される、というコメントも可能と考える。							
3-②-4	●	予測値を含まない長期にわたる過去事実情報についての分析。							
3-②-5	●	公表済みのアナリストの見解に基づいている又は公表済みのアナリストの見解に影響のない範囲において、顧客からの要請により、長期の評価・分析を伝達したり、情報を提供する行為は許容され则认为られる。（例：公表済みのアナリスト・レポートに掲載されていない期間について、顧客からDCF計算による長期の見通しを求められて評価・分析を提供する等）。		3-②-42		公表済みのレポートと方向性が同一で、目標株価などを伴わない定性的な印象、業績予想等。			
3-②-6	●	レポートに記載のない長期の評価は伝達すべきではない。							
3-②-7	●	可能とできる事例は考えつかない。逆に禁止される事例として一般的なケースを挙げるとすると、以下の4パターンぐらいが考えられる。							
		1) レポートに含まれていない10年のDCF（Discount Cash Flow）や予想。							
		2) 既存のレポートの内容には含まれず、証券会社が個別に定めている期間以上の長期のレーティング。							
		3) 既存のレポートに含まれていない長期予想。							
		4) 既存のレポートに含まれていない長期のシナリオ・アナリシス。							

4. 公表済みのアナリスト・レポートにおけるレーティング等の設定期間より短期の評価・分析を伝達する行為。

【仮整理】レポートにおいて、当該期間のシナリオ等の評価・分析を記載していない場合には、特定の顧客に選択的に情報を伝達することは認められない。

①仮整理への同意／不同意

同意する 6社		同意しない 2社		その他 2社	
	4-①-41	●	投資判断や目標株価は作成時点のものであり、株価や外部環境は日々変化する。株価や外部環境変化に応じたコメントを行う場合で、誰に聞かれてもその時点では同じ回答になるのであれば選択的の情報提供には当たらないと考える。	4-①-71	レポートのレーティングと矛盾する場合には規制されるべき。また、レポートに記載していない場合には具体的な株価水準にも触れるべきではない。
	4-①-42	○	レポートでは12か月の期間における目標株価を記述している。しかしながら12か月内の株価の変動は当然起こりうることであり、アナリストと顧客の間で一定の条件を共有した上での短期のシナリオ分析を議論することは許容されるべきと思われる。ただし、短期の投資判断については議論されるべきではない。	4-①-72	原則的には同意するが、レポートでの収支予想等と論理的に矛盾しない範囲で、評価・分析に至らないと考えられる内容のものを伝達することについては許容されるべきと考える。

②伝達が可能であると考えられる公表済みのアナリスト・レポートにおけるレーティング等の設定期間より短期の評価・分析となる情報にはどのようなものが考えられるか。

仮整理に同意した社の回答			同意しなかった社の回答			その他の社の回答		
4-②-1	●	公表済みのレポートと矛盾する内容は伝達できないと考えるが、以下の内容等が挙げられる。 1) レーティングはBuy (Reduce) としているが、株価が急騰(急落)したので、目先は利食い(底値固め)のため株価が伸び悩む(反発しやすい)というコメント。 2) Buy (Reduce) としているが、レポートに記載していない目先の株価下落(上昇)要因。	4-②-41	●	レーティングの期間1年やそれ以上の長期ではBuyの判断であるが、短期的には株価上昇によりwaitingとコメントするようなケース。	4-②-71		レポートのレーティングと矛盾しない場合(レポートのレーティングは継続)における、短期的なアップサイド、ダウンサイドのリスクについて述べること。
4-②-2	○	当日を含む過去に起こった株価の変動について、分析を述べること。発表済みのレポートにおいて、カタリスト、リスクとして記載した事象が起った場合、それについての評価・分析等。	4-②-42		アナリスト・顧客間での一定の条件を共有している状況でのシナリオ分析。			
4-②-3		その短期の分析(四半期業績等)が、レポートの前提条件(ファンダメンタル)になっている場合や記載内容の進展度合い若しくはブレイクダウンなどの場合には、既存レポートの内容と矛盾しない範囲で伝達可能と考える。						
4-②-4	●	一方で、例えば突発的な事象等や市場状況等により一時的にレポート記載内容と異なるレーティングとなるが、すぐに回復の可能性が予見できるような場合などは、その旨を伝達することはできず、レポートの修正が必要になると考える。						
4-②-5		公表済みのアナリストの見解に基づいている又は公表済みのアナリストの見解に影響のない範囲において、顧客からの要請により、短期の評価・分析を伝達したり、情報を提供する行為は許容されると考えられる。(例：事実に基づいた情報や、近日中に起こるイベントに関する情報を提供する等)。						

5. 発行体の情報に対する分析・評価であり、公表済みのアナリスト・レポートの予想・分析結果と異なる内容を伝達する行為。

【仮整理】当該情報が公表されているか否かを問わず、当該情報を踏まえた新たなレポートを公表するまでの間は、特定の顧客に選択的に情報伝達を行うことは認められない。

①仮整理への同意／不同意

同意する 8社		同意しない 1社		その他 1社	
	5-①-41	●	会社発表の内容がアナリストの事前予想と大きく異なる場合や何らかのイベント（例えば M&A や突発的な事故など）が発生した場合は、既にアナリストの事前予想は陳腐化したものであり会社発表の内容が投資家に対する最新の情報であることから、事前のレポートとの整合性を持たせる範囲でのコメントをアナリストに強いることはやや無理があると思われる。	5-①-71	原則的には同意するが、レポートの変更を示唆しない範囲の補足説明については、選択的信息伝達が可能であることを確認したい。

②伝達が可能であると考えられる発行体の情報に対する分析・評価であり、公表済みのアナリスト・レポートの予想・分析結果と異なる内容となる情報にはどのようなものが考えられるか。

仮整理に同意した社の回答			同意しなかった社の回答			その他の社の回答		
5-②-1	●	発表されたイベントは既存のレポートで想定していたものであるため、新たにレポートを出す予定なく、メール等で想定通りである旨を伝達すること。（インプレッションは、レポートの変更を示唆し得ない行為でも、選択的な情報伝達になり得ることから、出さない）。	5-②-41	●	会社発表の内容に対してポジティブ、ネガティブなどの印象を伝えることや、会社発表の内容を精査し業績や株価見通しを見直す可能性について触れる程度は選択的信息提供に該当せず認められるべきと考ええる。	5-②-71		レポートの変更を示唆しない範囲の補足的説明。
5-②-2	●	従来からの見解の変更を示唆しない範囲での第一印象。						
5-②-3	●	分析・評価をする前のアナリストの「印象」。						
5-②-4	●	当該情報がプレスリリース等で公表されている場合は、そのような公表がされているという事実。あるいは、新聞等で観測記事が出ているような場合には、その事実。また、その事実が発行体にとってポジティブかネガティブか程度のインプレッション。（具体的な分析等は述べてはいけない。また、公表されているレポートと異なる内容の情報提供だけでなく、新たなレポートを発行するという情報もフロントランニングとなる可能性があるため不可。）						
5-②-5	○	既存レポートにおける分析、評価、予想値等の変更を示唆しない範囲のコメント、または既存レポートとの分析との相違概略程度にとどめるべきと考える。						
5-②-6	●	アナリストが公表済みのアナリスト・レポートの見解を変更することを示唆しない限りにおいて、アナリストは発行体の公表済みの情報に言及したり、公表済みの情報が当該発行体の業績や評価に与える潜在的影響についてコメントすることが可能と考えられる。						
5-②-7	●	従来からの見解を変更するかどうか、現時点ではわからないとの旨。						
5-②-8	●	あるいは会社取材（決算説明会含む）の結果を踏まえて、見解の変更が必要かどうかを検討するといった旨。						
5-②-9	●	レーティング等を見直しを検討する旨述べること。						
5-②-10	●	レポート（もしくは分析、評価、予想値）の見直しをする旨を個別顧客に伝達するのは、選択的と捉えられるのではないかと考える。見直しを考えるのであれば、その旨も簡単なレポートとして広く配布すべきではないかと考える。						
5-②-11	●	顧客から質問や仮定の議論、思考実験ほかの問答による「知的インタラクション」の結果として、新たにその場で創発された知見（ただし、公表済みのレポートと矛盾しない（ベクトルが変わらない）ものに限る）。						

6. 公表済みのアナリスト・レポートに記載のない発行体の情報を伝達する行為。

【仮整理】発行体が公表した情報を特定の顧客に選択的に伝達することは可能である。一方、未公表の情報については、当該情報を踏まえた新たなレポートを公表するまでの間は、特定の顧客に選択的に情報伝達を行うことは認められない。

①仮整理への同意／不同意

同意する 4社		同意しない 4社		その他 2社		
	6-①-41	●	企業側は投資家に等しく伝えるべきことは適時開示で行っている。本件については金融商品取引法 38 条 7 号および金融商品取引業等府令 117 条 1 項 14 の法人関係情報の提供による勧誘の禁止で整理すべき内容と考える。	6-①-71	○	例えば、アナリストミーティングで配布された資料は、必ずしも会社のホームページに載るものではないため一部未公表の情報が含まれることもあり得るが、このような資料は事業法人側で必要なレビューをし、外に出しても問題ないとした内容であることから、一般的にはそれ自体は選択的情報伝達でないと思料する。一方で、アナリストミーティングや個別取材で発行体が回答した内容については、その取扱いに注意をするべきであり、その内容をベースにレポートを書くつもりであるような material な情報であれば、事実とはいえ、特定の顧客に情報伝達することは選択的情報伝達となり得ると考える。なお、アナリストミーティングで配布された資料そのものでなく、アナリスト自身が書いたミーティングの議事録は、基本的には事実を記載しているだけといえ、上記のような Q&A の内容も含まれる可能性があることから、一般的には選択的に送るべきではないと考える。
	6-①-42	●	発行体から様々な詳細情報（例えば個別製品の月次の売り上げ状況）を受け取る場合があり、投資判断に影響がないようなものについては、選択的に情報伝達を行うことは、可能であると考え。	6-①-72		ここでいう「公表」は、プレスリリース等で公表された情報を指し、「未公表」はプレスリリースされていないが、アナリストが取材等により入手した情報（但し、発行体側がどのアナリストに対しても広く情報提供しているものに限る）を指すものと想定されるが、まずはこの定義をはっきりさせておく必要がある。また、発行体がプレスリリース等で公表した情報であっても、公表された内容（その事実・インプレッション程度）の伝達は可能だが、それを踏まえた分析はレポートに記載がなければ伝達是不可と考える。
	6-①-43	●	発行体はすべての情報をニュースリリースのような形で公表するわけではなく、取材に依りて入手できる断片的な情報で、重要でない情報も存在することから、未公表の重要情報でない情報の伝達までも禁止するのは行き過ぎと考える。			
	6-①-44	●	アナリストが発行体から取得した情報が重要な情報ではないという前提のもとで、それが公表済みか未公表かに拘らず顧客に伝達することが可能であると考えられる。			

②本項における「発行体が公表した情報」「未公表の情報」とはどのようなものが考えられるか。

仮整理に同意した社の回答			同意しなかった社の回答			その他の社の回答		
6-②-1	○	発行体が公表した情報：会社の有価証券報告書の内容、会社のホームページの内容のほか、会社説明会で会社がコメントした内容や使用した資料の内容。	6-②-41	●	法人関係情報に該当しない内容をアナリストの意見ではなく会社から取材した事実として明示し伝達することは、選択的な情報伝達に該当しないものとする。	6-②-71		アナリストミーティングや個別取材で得た情報。具体的には、セグメント別の数字や、中計に関する具体的な説明などが考えられる。
6-②-2	●	未公表の情報：公表前の業績数値や情報、通常は公表されない業績数値や情報、レポート等を書いてほしくないとされたが、会社から個別に提供された数値や情報。	6-②-42		発行体が公表した情報とは、例えば適時開示であったり、ホームページ等で公表している情報が考えられる。	6-②-72	●	プレスリリース等で公表されている場合は、そのような公表がされているという事実、及びその事実が発行体にとってポジティブかネガティブか程度のインプレッション。
6-②-3	●	発行体 IR から「未公表情報」との言及無く伝達された情報。	6-②-43		未公表の情報として、発行体への取材を通じてアナリストが得た情報が考えられる。			
6-②-4	●	未公表情報であっても、投資判断において重要な情報になり得るかどうかで、顧客への伝達の是非は判断されるべきと思われる。	6-②-44	●	発行体が選択的に公表したと思われる情報或いは発行体への取材等を通じてアナリストが獲得した情報であって、会員内で重要情報に該当しないと整理が完了した情報。			
6-②-5	●	公表・未公表の定義をどのように考えるのかは慎重に検討すべきと考える。発行体が公表していない典型的な場合として、1) 新聞記事等により公知の事実となっている可能性があるもの、2) 信頼性に著しく欠けるような情報媒体（例えば、ネット、市場等での噂等）による情報であるが、市場に出回っている情報、3) 発行体とのミーティングなどで個別に聞いた情報、に大きく分けることができると考えられる。 1) の場合には新聞等への記載の事実を伝える程度であれば、個別に連絡することも可能として良いかと考えるが、意見等は述べるべきではないと考える（意見がある場合には、レポートを作成。）。 2) のように出所や情報提供元が不確かな情報である場合には、そのような情報は使用すべきでないとする。 3) の場合には法令上の法人関係情報に該当する場合には伝達 & 示唆は不可であることは言わずもがなですが、そうでない場合の取扱い（公表可能）については、個別伝達等は一切行わず、まずレポートを作成すべきと考える。	6-②-45	●	会社が発表した売上・受注・利益等の実績・会社予想に関して、取材を実施することにより追加的に入手したセグメント別、製品別内訳等の詳細な情報。			

7. その他のアナリストの行為のうち、今後ワーキングで議論・整理すべきもの。

具体的な行為の内容	考え方
・選択的情報伝達(いわゆる「Selective Disclosure」)の定義の明確化について	・「5. 発行体の情報に対する分析・評価であり、公表済みのアナリスト・レポートの予想・分析結果と異なる内容を伝達する行為」でも少し言及したが、何をもって、「選択的情報伝達」とするか、その適用範囲について整理することが大事である。投資判断をするための情報は、必ずしも重要情報（レーティング・目標株価の変更等）である必要はなく、特にプロの投資家であればアナリストからのインプレッションやフィードバックで十分な場合もある。従って、そのような情報が一部に伝達されることも選択的であるとして、規制をしているグローバルで展開している証券会社では少なくない考える。
・「カバレッジ銘柄」の定義の必要性について	・昨年改訂された開示ガイドラインでは、通常業務としてリサーチレポートが配布されること(いわゆる「Normal course of research」)は事前勧誘に該当しないものとされているが、カバーしている銘柄とそうでない銘柄についての言及では、Normal course of research とみなせる範囲、言い換えれば、アナリストが可能なコミュニケーションの範囲が異なるはずである。従って、アナリストの情報伝達行為について議論を進める上では、「カバレッジ銘柄」の定義付けを検討できればと考えている。
・投資家やセールスから個別に質問を受けた場合など、受動的な情報伝達行為についての規制・ルール	・アナリスト側から広く能動的に情報提供する場合に比べ、レポートに記載のない、あるいは不整合な行き過ぎた情報提供になりやすい可能性があるのではないか。
・セールスとのコミュニケーションにおける規制・ルール（引受部門及び投資銀行部門の業務への関与の禁止のQ & Aのアップデートを含む）	・セールスからの要求・誘導等によって、レポートに記載のない、あるいは不整合な情報提供の可能性があるのでないか。中立性・独立性の観点から問題が生じないか。
・レポート以外の情報提供の場合の審査について	・レポート以外の情報提供において、審査の要否のルールがない。
・その他	・選択的情報提供とは何かをもっと深く議論すべきである。そのうえで、個々の事象が選択的情報提供に該当するか否かを判断すべきである。情報の提供先として、なにが「選択的」であり、どのような内容の情報が規制されるべきなのかなど。（ホールセールとリテール、能動的、受動的など）最終的には、選択的情報提供について明確に定義付けし、例示も含め、自主規制規則及び考え方に記載を願いたい。
・その他	・具体的な行為を羅列して Yes/No を示すのは、様々なケースがあることから問題が多いと考える。その事例に合致すればすべて OK で、合致しなければ全て No とすることは、アナリストの行動を必要以上に委縮させるとともに、それらのモニタリング等の義務を課された場合には業者にとっても非常に負担となりかねない。また、そもそも個別ケースごとに Yes/No を示すことは難しいと考える。 ・少なくとも、規則の中に事例等を盛り込むのは避けるべき。記載するとすれば、「規則の考え方」において 1) 原則としてレポートに記載されている範囲内での説明を行い、それ以外の場合にはレポートを作成する旨を明記する。 2) 併せて、規制（禁止）される行動の考え方（趣旨、明らかに不可とされる事項、等）等の代表的な事例を明記する。 3) 禁止事例に該当するか否かの疑念が少しでも生じた場合には、原則に戻る（レポートを公表する）旨を明記する。 といった内容の記載に留めるべきと考える。
・その他	・（設問内容とは異なるが）今回の議論において、そもそもアナリスト・レポートとはアナリストの考えすべてを網羅するものではなく（すべて網羅は現実的に不可能）、アナリスト自身の投資判断という結論を明確にするとともにその結論に至る重要なポイントを分かりやすく整理したものであるという考えに立てば、選択的な情報伝達の問題点はレポートの投資判断と整合的でない情報を一部の投資家だけに提供する場合に限られる。 ・レポートの投資判断と異なるケースとしては、レーティング期間より長期や短期の見通しでレポートの投資判断と異なる場合、会社発表の内容がアナリストの事前見通しと大きく異なった場合にアナリストが新たなレポートを作成するまでの間のコメントのいずれかに集約されるものと思われる。 ・レポート上は Buy であるが長期見通しが Sell のように投資判断が逆になるケースでそのことを一部の投資家にコメントする場合は、株価要因というよりは作成時点で想定しうるリスクシナリオに基づくものと考えられることから、レポートにおいてそのことを記載しておく方が望ましい。 ・一方、短期見通しでレポートと投資判断が異なるケースについては、主に株価要因（当該銘柄のみならず指数や同業他社も含む）に限られると思われる。その場合はレポートに記載

具体的な行為の内容	考え方
	していなくても先般事例紹介があったように誰に聞かれても同じ答えとなるのであれば問題ないのではないか。 ・ 会社発表の内容がアナリストの事前予想と大きく異なる場合や何らかのイベント（例えば M&A や突発的な事故など）が発生した場合は、既にアナリストの事前予想は陳腐化したものであり会社発表の内容が投資家に対する最新の情報であることから、事前のレポートとの整合性を持たせる範囲でのコメントをアナリストに強いることはやや無理があると思われる。会社発表の内容に対してポジティブ、ネガティブなどの印象を伝えることや、会社発表の内容を精査し業績や株価見通しを見直す可能性について触れる程度は選択的情報提供に該当せず認められるべきと考える。

寄せられた意見に対する意見結果

1. 公表済みのアナリスト・レポートの背景となる事実を補足説明する行為

項番	理由
全体について	【選択的情報伝達】という言葉の定義が曖昧なままでの議論となっている可能性がある。伝える相手により定義されるものなのか、伝える内容により定義されるものなのか、アンケートへの回答者の理解も様々なのではないかと。定義を明確に示して頂きたい。また、情報提供する側のみの議論がなされているが、情報を求める顧客側の行動の妥当性等についてもご検討をお願いしたい。尚、「矛盾しない」と「整合的である」という表現が散見されるが、同義で用いられているのか、意図的に使い分けされているのか判然としない（伝達する内容が、発行済みレポートと矛盾はしないが、整合的ではないということも考えられる）。
1-②-1～ 1-②-8	「1. 公表済みのアナリスト・レポートの背景となる事実を補足説明する行為」の前提は既存レポートの前提若しくは作成の際などに使用した資料等ではあるが、その内容を既存レポートに記載していない場合で問い合わせを受けた場合の対応と思考する。そうであれば、左記の項番内容（1-②-1～1-②-8）については、レポート作成の際に参考とした内容である限りにおいて問題ないとする。一方で、レポート作成の際に使用していない資料で、その資料内容によりレポートとは異なる見解が導き出せるようなものは説明不可と考える。このように個別具体的に例示するとそれ以外の場合が発生した時の対応が難しくなることから、1-②-9～1-②-11 にあるとおり、既存レポートと整合性が取れる範囲内での説明であれば問題ない旨を規定することで足りると考える。 (端的に言えば、当社意見として「7. その他のアナリストの行為のうち、今後ワーキングで議論・整理すべきもの」に回答したとおり、具体的行為の羅列は避けるべきと考える。)
1-②-3～ 1-②-5	レポートを発行する前に発生した事象等であることが大前提であり、伝え方もレポートの記載の内容と矛盾しないように行うことが必要である。
1-②-9	レポートの結論とのみ整合的であれば問題ないとするには疑問がある。 「結論と整合的であれば問題ない」という、結論とは、具体的に何を指しているのか。もし、結論が目標株価、業績評価等を指す場合、それらの表記に変化がなければ、問題ないという意味か。 そうであれば、新たな情報が公知となった場合、その情報の重要性等に関係なく、目標株価、業績評価等の表記に変化がなければ、レポートを公表することなく、特定顧客に情報伝達してもよいということか。
1-②-9、 1-②-16	範囲が広すぎると思われる。その理由は、レポートの「結論」のみが整合的であれば全て許容するとなっているが、(i)「結論」(ii)「ロジック」の双方が整合的でなければ、「補足説明」とはいえないと思われるため。「レポートの結論・ロジックと整合的であれば問題ないとする。」、「公表済みのアナリスト・レポートと結論・ロジックにおいて整合的な…」とするならばよいと考える。
1-②-11	当回答が設問内容とかみ合っていないように見受けられるが、この意見は単に仮整理に同意するという趣旨でよい。
1-②-13	「重要情報」に該当しなければ問題がないと言い切れるかには疑問がある。

2. 公表済みのアナリスト・レポートの詳細分析（補足説明）を伝達する行為

項番	理由
2-②-1～ 2-②-12	「2. 公表済みのアナリスト・レポートの詳細分析（補足説明）を伝達する行為」も同様に、前提は既存レポートの前提若しくは作成の際などに使用した基礎資料、分析等ではあるが、その内容を既存レポートに記載していない場合で問い合わせを受けた場合の対応と料する。そうであれば、左記の項番内容（2-②-1～2-②-12）については、レポート作成の際に分析若しくは評価した内容である限りにおいて問題ないとする。一方で、レポート作成の際に行っていない分析・評価で、その内容によりレポートとは異なる見解が導き出せるようなものは説明不可と考える。このように個別具体的に例示するとそれ以外の場合が発生した時の対応が難しくなることから、2-②-13～2-②-21にあるとおり、既存レポートと整合性が取れる範囲内での説明であれば問題ない旨を規定することで足りると考える。 （端的に言えば、当社意見として「7. その他のアナリストの行為のうち、今後ワーキングで議論・整理すべきもの」に回したとおり、具体的行為の羅列は避けるべきと考える。）
2-②-6	経営陣の考え方や評価であれば、レポートに記載できるのではないかと。「伝えにくい」から口頭でも可ということには疑問がある。
2-②-7～ 2-②-9	レポートを発行する前に起きた事象等であることが大前提であり、伝え方もレポートの記載の内容と矛盾しないように行うことが必要である。
2-②-10	その情報の利用者が比較的少なく、かつ課金されている場合は、「一般に入手可能」と言えない可能性がある。なお、当社では、第三者への提供の都度、事前承認を求めるなど、慎重に対応している。
2-②-14	レポートと整合的であれば何でもよいと言い切れるかには疑問がある。
2-②-14、 2-②-20	「結論と整合的であれば問題ない」という、結論とは、具体的に何を指しているのか。 もし、結論が目標株価、業績評価等を指す場合、それらの表記に変化がなければ、問題ないという意味か。 そうであれば、新たな情報が公知となった場合、その情報の重要性等に関係なく、目標株価、業績評価等の表記に変化がなければ、レポートを公表することなく、特定顧客に情報伝達してもよいということか。 「公表済みのアナリスト・レポートと整合的なアナリストの見解は全て可能」という意見には違和感がある。 範囲が広すぎると思われる。その理由は、レポートの「結論」のみが整合的であれば全て許容するとなっているが、(i)「結論」(ii)「ロジック」の双方が整合的でなければ、「詳細分析」とはいえないと思われるため。「レポートの結論・ロジックと整合的であれば問題ないとする」、「公表済みのアナリスト・レポートと結論・ロジックにおいて整合的な…」とするならばよいと考える。
2-②-15	「詳細分析」の範疇を越えており、同業他社比較のうえでコメントするのであれば前もってレポートとして記述するべきと考える。
2-②-17	「重要情報」に該当しなければ問題がないと言い切れるかには疑問がある。

3. 公表済みのアナリスト・レポートに記載のない長期の評価・分析を伝達する行為

項番	理由
3-②全体について	分析対象期間外において、前提をおけば評価・分析可という考えがあるようだが、例えば、業績トレンドそのものが、ファンダメンタルズ分析の目的のひとつであり、それを分析なしに、前提にすればよいということは、レポートに記載がなくても、何でも話すことができることになる。また、分析対象期間のトレンドを対象期間外に延長して話す場合も上記と同様の疑問があるので、よく議論すべきである。
3-②-1～ 3-②-5	これらに記載されている内容はあくまでも仮定の議論であり、レポートに根拠のない仮定（例えば、トレンドが4年目以降も継続する）は、不確定要素（アナリストが分析していない要素）をもとに仮定の議論を進めることになるので、避けるべき（レポート修正若しくはレポートに追記すべき）と考える。投資家からの長期予測が求められる場合には、少なくともその根拠に資する情報が公表済みのレポートに記載されている必要があると考える。 多くの社が仮整理に同意する（＝レポートに記載のない長期の評価・分析を選択的に伝達することは認められない）と回答しているが、揭示された具体例では、いずれもレポートに矛盾しない範囲や趣旨と整合性がある限りは提供可と、例外を許容している。 そのため、仮整理を「レポートに記載のない長期の評価・分析を選択的に伝達することは認められないが、レポートの内容と矛盾しない場合は認められる」と変更したら如何か。
3-②-6	レポートの内容と整合性のある限りにおいて認められるべきと考える。
3-②-6、 3-②-7	公表済みのレポートから論理的に導かれる情報であれば、一定の評価・分析が許容できると考える。3-②-7 記載の禁止されるべきケースについても、例えば3年後の成長率等の予想から論理的に導かれる情報として、10年のDiscount Cash Flowや予想も推定しうることから、協会ルール上で特に個別に禁止される必要はないと考える。
3-②-7	2)の別の基準でのレーティングについては禁止すべきに同意。また4)の長期のシナリオでレポートと整合的でない場合は禁止すべきに同意するが、1)および3)4)についてはレポートと整合性のある限りにおいて認められるべきと考える。
3-②-71	既発行のレポートから導かれる内容であれば、聞かれた人だけに選択的に伝達してもよいということには疑問がある。

4. 公表済みのアナリスト・レポートにおけるレーティング等の設定期間より短期の評価・分析を伝達する行為。

項番	理由
4 全体について	・短期という考え方をまず統一すべきである。投資評価・目標株価の定義は各社まちまちであり、恐らくその設定期間との対比で短期という言葉を理解していると思われるが、そうすると、各社で期間も考え方もばらばらとなる。まずは、投資評価・目標株価の定義を各社で設定するにあたり、その定義の考え方は統一しておくべきではないかと考える。「今後 12 か月」という言葉の意味が各社で同じになるようにしておかなければ、投資家は混乱すると思われる。 ・昨年 11 月に FINRA でなされたプロポーザルに長期の” investor research” と短期の” trading research” という考え方があり、こうした海外での動きとの整合性も考慮すべきである。(参考 : http://www.sec.gov/rules/sro/finra/2014/34-73622.pdf P35)
4-①-41	既発行のレポートと矛盾する内容であっても許容されるのは疑問がある。
4-①-42	「短期の投資判断については議論されるべきはない」の意味は、短期の投資判断について話してはいけないということか。
4-②-1	レポートのレーティングや評価と別の内容を短期間であるにせよ否定する（逆の方向を示す）のは、新たな評価・分析になると考えるので、レポートの修正なしにコメントするのは避けるべきと考える。一方で、公表済みのレポートにおいて分析・評価している範囲内での説明、若しくは当該短期間の特定事項に関しての要因の説明等を公表済みのレポートをベースに行うことは可能と考える。
4-②-2	既発行のレポートの内容と矛盾しないものということによいか。
4-②-4	Buy 銘柄において一過性の特殊要因により現在株価が急落しているとする。しかし、レーティングの想定期間内（たとえば 1 年）での株価回復の可能性を予見しているのであれば、改めてレポートは書かなくても可と考える。 一義的には、極めて短期間だけレーティング等を外れるような指摘の事態が想定される場合には、アナリストとしては特に対応しないのが筋ではないか。どのような場合に対応が必要となるのか、状況を確認したい。 この様な情報をレポート外で伝達する場合は、投資評価の変更につながる可能性があるので「フロントランニング」に注意する必要があると考える。また、再評価の結果、結果的に投資評価に変更がない場合でも、その旨レポートを発行すべきと考えるが、その場合の伝達も「フロントランニング」に相当するか否かを是非議論していただきたい。 内容が分かりにくいいため判断できない。
4-②-41	レポートの結論と矛盾するコメントを許容することには疑問がある。

5. 発行体の情報に対する分析・評価であり、公表済みのアナリスト・レポートの予想・分析結果と異なる内容を伝達する行為。

項番	理由
5 の仮整理	「当該情報が公表されているか否かを問わず」は前提条件として相応しくない。
5-①-41	ここでの議論は、突発事象の直後に顧客から電話等で問い合わせがあり、それに回答する場合にのみ限定せざるを得ない。まず、付帯条件付の仮定の議論であることを明確にした上で回答し、最後に、「新規のレポートを書くまでは、弊社の公式見解は、前回レポートの通りです。」と付け加えれば可であろう。ただし、顧客から質問されていないにもかかわらず、発行済みレポートと不整合な内容をアナリストからプロアクティブにコメントすることは不可と考える。 見直し検討について言及すると、レーティング変更等を示唆することにならないか。 アナリストが業績や株価の見直す可能性を、レポートで公表せずに特定の顧客に伝達するのは、伝達されなかった投資家は公平に扱われていないことになることから、選択的な情報伝達として規制されるべきと考える。 「業績や株価見直しを見直す可能性について触れる程度は選択的な情報提供に該当せず認められるべき」とあるが、ポジティブ、ネガティブなどの印象も伝えてよいとするならば、見直しを実施するか、どの方向に見直すかを示唆することとなりかねない。従い、「見直す可能性について触れる」よりは、「見直しが必要かどうか検討する」程度までとすべきと思われる。
5-②-1	インプレッションを述べる程度は許容され得るのではないかと。例えば顧客から「〇〇社の決算良かったよね」と電話で問いかけられた場合、「自分が予想しているよりは良かったですね」は事実なので可、「良かったですね」は判断なので不可とでも整理するのでしょうか。それともレポートを書くまでは一切回答できませんと回答するのでしょうか。説明会で会ったときも同様でしょうか。現実的に運営が難しいルールになると考えられる。 発表されたイベントが発行済みレポートに明記された形で想定していたものである限り、メール等でインプレッションを伝えることは選択的な情報伝達に当たらず、可と考える。
5-②-1～ 5-②-4	客観的な事実の伝達、若しくは客観的な事実に基づく市場の受け止め方や市場における印象等の説明であれば可能かと考えるが（発生している事実の説明）、その事実を受けての公表済みレポートの内容若しくはアナリストの考えに関する印象等（主観的な印象）は避けるべきと考える。出来る限り、事実関係の伝達にとどめるべきと考える。
5-②-3	レーティング等の変更を示唆するものでも許容されるのは疑問がある。 評価前の「印象」であっても、従来からの見解の変更を結果的に示唆することになる可能性があると思われる。ポジティブ/ネガティブの表明は、レポートで行うべきと考える。
5-②-4	「ポジティブかネガティブか」のインプレッションは、レポートの変更を示唆することになるため、伝達することには疑問がある。
5-②-5	相違概略が、過去レポートと事実との間の相違点を述べるのみであれば問題ないと思われるが、相違概略とはいえ、相違が大きい場合は、相違が大きい旨をレポートとして発行しなければならないと考える。

項番	理由
5-②-6	アナリストが公表済みのアナリスト・レポートの見解を変更することを示唆しないことと、発行体により公表済みの情報が当該発行体の業績や評価に与える潜在的影響は両立しないケースがあるため、その場合は、最初からレポートとして発行しなければならないと考える。 ポジティブ・ネガティブ程度のコメントは可としても、アナリストの分析等は不可と考える。このようなケースにおいて、各社各様の判断の余地があると、どこまでコメントするかが投資家にとってのサービスの良し悪しとなってしまい、最終的に CITI で起きた制裁金のような事例に結びつきかねないと考える。
5-②-7、 5-②-9	レーティング等の見直しの検討を伝達すること、あるいは現時点ではわからないと伝えることは、見直しをしないと伝達する場合と伝達内容が異なることとなり、従来からの見解の変更を結果的に示唆することになる可能性があると考え。
5-②-7～ 5-②-9	言える可能性があるとするれば、「公表済みのレポート内容を見直すかどうかの検討を行う（予定）。」ぐらいまでではないかと思われる。 「見直しを検討」であると見直す方向であることが分り、選択的開示に該当すると考える。また、「わからない」との説明は、立場上避けるべきではないかと思われ、「ノーコメント」程度の説明にとどめる方がよいのではないかと思われる。
5-②-9	見直し検討について言及すると、レーティング変更等を示唆することにならないか。 投資評価・目標株価の変更を示唆しており、ルール違反と考える。
5-②-10	見直しを考えるのであればその旨も簡単なレポートとして広く配布すべきとあるがそのレポートがイメージできない。記述からは「〇〇社の決算が予想と大きく異なるためこれから業績予想および株価見直しを見直します」、「〇〇社の会社発表内容に基づき、これから業績予想および株価見直しを見直します」など1行で本件については要件を満たすと考えられるが、実際にはそれはアナリスト・レポートとしての体を為していない。簡単なレポートとは具体的にどのようなものか示して欲しい。
5-②-11	具体的にどの程度の説明を行うこと指しているのか文面からは読み取れないが、例えばレポート内容を修正しないものの「想定範囲内」等、レポートに記載のない主観的な要素の説明は、公表済みのレポート内容と矛盾しないとしても新たな評価の説明ととれるので、避けるべきと考える。

6. 公表済みのアナリスト・レポートに記載のない発行体の情報を伝達する行為。

項番	理由
6 全体について	「発行体が公表した情報」と「未公表の情報」との線引きをきちんと整理すべき。ここも各社の裁量の余地が残ると、行き過ぎた情報提供に結びつきかねない。
6-①-41、 6-②-41	法人関係情報が含まれなければ何でも良いと言い切れるかには疑問がある。特に、法人関係情報に関しては、何ををもって公表されたとするかの基準が必要となる。
6-①-42	投資判断に影響がないと言い切れる情報のうち、具体的なものは何であるかには疑問がある。
6-①-43、 6-②-44、 6-②-45	「重要情報」に該当しなければ問題がないと言い切れるかには疑問がある。
6-①-44	発行体の勘違い等により、その前提が成り立たないケースも想定される。
6-①-71	議事録やQ & Aはアナリストの判断が入らないためアナリスト・レポートに馴染まない。従って協会で公表と位置づける web 上には掲載しないが、必要と想定される顧客に一斉送付するもしくは参加者全員（参加予定であったが欠席となった顧客を含む）に送付することは選択的情報提供に該当しないことを確認したい。
6-②-1～ 6-②-4	「公表」に関しては、「発行会社がだれでも容易に閲覧若しくは取得できる状況においている情報」とし、全体的な整理を行う方がよいのではないかと考える。アナリストミーティングでの配布資料については、その内容が会社が別途「公表」している資料から確認できるものは「公表」と扱ってよいと思われるが、他に確認する資料がない場合には「未公表」として扱うべきではないかと考える。なお、未公表情報については 6-②-5 に記載の分類として対応を考えるべきと思われる。
6-②-2	「レポートに書いてほしくない」といったやりとりが発行体 IR 担当者とアナリスト間で行われること自体が望ましくなく、正式な場で許容すべきでない。（もし行おうとすれば、アナリストから発行体 IR 担当者への依頼又は教育の観点から、別途協議すべき）。
6-②-3	発行体が「未公表情報」と言わなかったことだけで、アナリスト側が免責されるとするのは、行き過ぎと考える。公表済みのレポートに記載のない発行体の情報を伝達することの是非は、それが法人関係情報か否かが判断の切り口ではないか。その観点から、「未公表情報」との言及が無く伝達された情報でも、重要な情報であれば特定の顧客に選択的に情報伝達を行うことは問題なのではないか。
6-②-4	投資判断に影響がないと言い切れる情報のうち、具体的なものは何であるかには疑問がある。
6-②-5	3) 発行体とのミーティングなどで個別に聞いた情報について、投資判断に影響しないためレポートにしないレベルの未公表の情報もすべて個別伝達を規制することには反対する。同行取材を複数の顧客に案内し何らかの事情で同行できなかった顧客から質問を受けた場合、「レポートにするほどの内容がなくレポートにもしないため何も回答できない」と一律に回答させるのはあまり現実的ではないと考える。 発行体とのミーティングなどで個別に聞いた情報について、個別伝達等は一切行わず、まずレポートを作成すべきと考える、とするのは行き過ぎであり、重要情報に該当しない情報について、アナリストの分析・評価を含まない形であれば伝達することは可能と考える。

項番	理由
6-②-72	その事実が発行体にとってポジティブかネガティブか程度のインプレッションまで含めることは不可と考える。

以 上