

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41回）
2. 日時	平成27年7月30日（木）午前10時00分～午前11時15分
3. 議案	<p>1. プレ・ディール・リサーチ・レポートの取り扱いについて</p> <p>2. その他</p>
4. 主な内容	<p>1. プレ・ディール・リサーチ・レポートの取り扱いについて</p> <p>前回会合（平成27年6月26日開催）において、プレ・ディール・リサーチ・レポート（以下PDRR）をアナリスト・レポート規則上どのように位置付けるかについて、早めに整理してほしいとの意見を受け、前回会合終了後、PDRRに関する意見照会を行った。</p> <p>寄せられた意見を踏まえ、PDRRがアナリスト・レポート規則の適用を受けないとする場合の方法及びその際の検討事項について事務局にてとりまとめ、資料1、2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。</p> <p>議論の結果、個別企業の分析、評価等について議論を深めつつ、PDRRをアナリスト・レポート規則の適用除外等とする規則改正を模索する方向で検討する意向が示された。今後、検討事項について整理の上、改正案策定の検討を行っていく予定である。</p> <p>（主な意見等）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・規則本文を改正せずに、規則の考え方のみを改正する場合は、パブリック・コメントの手続きは必要であるか。 <p>⇒規則本文に影響しない規則の考え方みの改正の場合、過去の事例でパブリック・コメントを募集したことはほとんどない。事案ごとにパブリック・コメントの要否について検討している。今回の場合、規則改正を行わず対応する方法であれば、規則本文の「個別企業の分析、評価等」の内容を考え方において明確化するだけであることから、パブリック・コメントは必要ないと思われる。規則改正を行い対応する方法の場合は、パブリック・コメントが必要になると考えられる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・規則本文の「個別企業の分析、評価等」の内容を規則の考え方において明確化することは困難と思われる。現行の規則の考え方には「多数」について記載されていることから、そこを明確にすることで、配付先を限定したPDRRは「多数」には含まれないものとして対応できるのではないかとと思われる。 <p>⇒アナリスト・レポート規則においては、これまで「多数」について解釈を明確にしていないので、新たに考え方を示すことは可能かもしれない。一方、金商法上の広告における「多数」は2以上であるとされており、PDRRをアナリスト・レポートではなく広告であると整理した場合に、「多数」で</p>

はないとすることが難しくなると考える。

- ・「個別企業の分析、評価等」を明確にしても広告対応の検討は必要である。特定投資家のみへの配付であれば、結果として広告規制の対象にならなくなる。審査については、各社の判断で行えば良いと考える。
- ・規則の考え方には、「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」と記載されている。従って PDRR は配付先を限定し、再配付禁止等の管理を厳格に行うものと理解しているので、「多数」には該当しないと整理することはできるのではないと思われる。
⇒「多数」については、あくまでアナリスト・レポート規則の中での考え方であり、PDRR がアナリスト・レポートの範疇にあることが前提である。
- ・一般常識で考えて、1,000～2,000 人に配付する可能性がある PDRR を「多数」ではないと言えるのかは疑問である。
- ・PDRR がアナリスト・レポートに該当しない場合でも、審査プロセスで不具合が生じる可能性は低いと思われる。一方、PDRR はアナリストの独立性が阻害されやすいので、その観点から何らかの対応を考える必要があるのではないと思われる。昨年、PDRR ではないが、ある案件に関わったアナリストの独立性が問題となった事案があった。カウンスルは発行体及び投資銀行部門側に立っていることから、リサーチ・ガイドラインが発行体及び投資銀行部門の都合の良い方向に作られる可能性がある。例えば、明らかにバリュエーションが低いと見込まれる発行体について、ガイドラインでバリュエーションレンジを省略する旨が定められれば、審査プロセス上は問題なくとも、アナリストの独立性が阻害される状況が起こり得る。
- ・PDRR には、アナリストが通常行っている目標株価やレーティングにつながるような内容は一切書かれていないが、PDRR の作成においてのアナリストの仕事とはどのようなものであり、アナリストの独立性にどのように影響するのかが考える必要がある。
- ・アナリスト・レポート規則にあるアナリストの独立性は、アナリストが作成した一般的な分析資料とされているものが、自社の各部門や特定の顧客などの影響を受けた恣意的なものであるということがないよう規制をかけている。一方 PDRR は、配付先が一定の特定投資家以上であり、それがどのように配付されたものか、ある程度把握できていて、配布先のリスク判断もできるため、アナリスト・レポートと同じ独立性を確保する必要はないのではないかと。
- ・PDRR の作成者が、上場後も当該銘柄をそのままカバレッジするのか。
⇒当社の場合、新規でカバレッジする際に改めて担当アナリストを決める場が

あるので、必ずしも PDRR の作成者とカバーするアナリストはイコールではない。ただし、当該銘柄のセクター担当が PDRR を作成するので、結果的に同一人物となる確率は高い。

- ・資料 2 の規則改正で対応する場合の検討事項にあるが、PDRR は公表前のアナリスト・レポートという位置付けになるか。
- ・問題は、今作成しているレポートの内容を、選択的に情報提供することであって、数ヶ月後に発行されるアナリスト・レポートは、また新たな情報に基づいて作成されることから、別の新しいレポートになっていると考えられ、必ずしも選択的情報提供には当たらないと思われる。
- ・PDRR が通常のアナリスト・レポートと異なるものであることは共通認識なので、そこを踏まえて規則の適用外とするのか、また、異なるものでありながらアナリストの意見の独立性の問題を踏まえて何らかの対応を行う必要があるのかという別の話がある。
- ・PDRR は、一般的には、インベスター・エデュケーション・レポートと呼ばれ、投資家を教育するための性質のものであり、案件を前提としていない。リサーチ・ガイドラインによっては、「プレ・ディール」と呼んではいけないとしているものもある。
- ・通常レポートとは確かに違うが、リサーチ・ガイドラインでは会社計画があってもアナリスト自身の意見を述べるよう言われており、一般的に行われている業績予想はアナリストの分析した成果である。従って、分析していないのでアナリスト・レポートではないという整理は不可能ではないかと思われる。アナリストは PDRR の内容に責任を持ち、カバレッジ後のアナリスト・レポートとは別物として扱うことは不相当であると思われる。
- ・PDRR とその後のアナリスト・レポートに連続性があれば、レポートの先出しの問題が出てくる。各社で工夫していることはあるか。
⇒PDRR はアナリスト・レポートの先出しかどうかという点については、先出しに該当すると考えられる。一方で、PDRR は基本的に IPO の際に作成するものであり、また、当該 IPO が親会社等の他の上場企業のインサイダー情報に該当する場合には、PDRR を発行することはできない。よって、PDRR は関連する株式の売買ができない状況でしか発行されないため、通常レポートで問題となる選択的情報提供のリスクとは状況が少し違うと思われる。
- ・まず「分析、評価等」は何かを明確化する必要があるのではないか。それにより PDRR がアナリスト・レポートに該当するのであれば、規則改正を行い、規則に従う必要がある。
- ・規則改正により対応する方向で進めていきたい。ただ、個別企業の分析、評価等の内容については、もう少し議論を深める必要がある。

	<ul style="list-style-type: none"> ・規則改正にも2つのやり方がある。PDRR を第二条の定義からすべて除外する方法と、第二条に新たに号を設け PDRR の定義を定め、条文ごとに適用を考える方法がある。 ・協会規則でどこまでやるのかということもあると思われる。規則の中に新たに定義して細かく決めるやり方もあれば、PDRR をまるごと規則の適用除外にし、リサーチ・ガイドラインを含めたプラクティスの中で対応していくやり方もあり、今後の議論で検討していきたいと考える。 ・PDRR を第二条の定義から除外した上で、PDRR において規制が必要とされる部分を考え方に記載するというやり方は可能か。 ⇒難易度は高いと思われる。 ・規則改正の方向性で議論を進めていくこととしたいが、規則が改正されるまでの間は、従来の考え方で対応されるということで良いか。 ⇒アナリスト・レポート規則における「分析、評価等」については、各社ともこれまで培ってきたものがあるので、規則改正前は各社で「分析、評価等」に該当するかどうかの判断を下し、リサーチ・ガイドライン等を踏まえて、対応いただきたい。 <p style="text-align: right;">以 上</p>
5. その他	<p>※ 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。</p>
6. 本件に関する問い合わせ先	<p>自主規制企画部（03-3667-8470）</p>