

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 41 回)

平成 27 年 7 月 30 日 (木) 午前 10 時
日本証券業協会 第 1 会議室

議 案

1. プレ・ディール・リサーチ・レポートの取り扱いについて
2. その他

以 上

平成 27 年 7 月 30 日

プレ・ディール・リサーチ・レポート（PDRR）に関する意見照会結果**質問 1 議論の対象とする PDRR の対象となる発行体の範囲**

1. 新規公開予定会社のみを想定	9 社
2. 新規公開予定会社に加え、既上場企業も想定	1 社

質問 2 PDRR の配付対象者の範囲

1. 海外投資家、一定の基準で抽出された国内適格機関投資家	7 社
2. 海外投資家、一定の基準で抽出された国内特定投資家	1 社
3. 海外投資家、国内特定投資家（あらかじめ対象者を限定しない）	2 社

質問 3 PDRR に記載される内容

1. 発行体による公表情報（誰でも入手可能な情報）	100%（10 社）
2. 発行体から説明された情報（プレス・リリースやホームページには掲載はされていない情報）	100%（10 社）
3. 業績予想（1 を除く）	100%（10 社）
4. 時価総額（1 を除く）	40%（4 社）
5. 1～4 に関する他社比較	100%（10 社）
6. 1～4 に対する PDRR の執筆者のコメント	100%（10 社）
7. 株価予想やレーティング	0%（0 社）
8. その他（バリュエーション、評価手法の考え方、バリュエーションレンジ、リサーチ・ガイドラインに従ったもの）	50%（5 社）

質問 4 上記質問 3 の「6. 1～4 に対する PDRR の執筆者のコメント」は、アナリスト・レポート規則で規定する「分析、評価等」に該当するか**質問 5 PDRR に「分析、評価等」が記載される場合、アナリスト・レポート規則の適用対象とすべきか**

質問 5 質問 4	1. 適用対象とすべき	2. 適用対象とすべきではない	どちらでもない
1. 該当する	1 社	3 社	2 社
2. 該当しない	2 社	2 社	—

質問 4 上記質問 3 の「6. 1～4 に対する PDRR の執筆者のコメント」は、アナリスト・レポート規則で規定する「分析、評価等」に該当するか

○分析、評価等に該当する理由（6 社）

・ 株価予想やレーティングについては記載しないものの、リサーチ・ガイドラインで許容されている範囲において、バリュエーションの手法やレンジ等については記載するため、分析・評価に該当すると考える。
・ コメントの内容や「分析・評価等」の定義にもよるが、一般論としては業績予想等を行う以上、アナリストの見解が含まれ得るので、該当するのではないか。
・ 業績予想や、評価手法の考え方を含むため。
・ 業績予想自体が分析
・ 「分析、評価等」に相当する内容を含む成果物でなければ、セルサイド・アナリストとして付加価値を持ったレポートと評価されにくいと考える。なお、「分析、評価等」の文言は抽象的であり上記 6. 以外の記載事項であっても作成者の判断等を伴うものについては当該文言に該当することが否定できないおそれがあるため、文言の明確化（除外規定を設ける）等が可能かとの点を含めて本 WG で議論がなされるべきと考える。
・ PDRR にはアナリストによる財務予測を含みうるとともに、対象企業、市場または経済要因についての議論や、投資の際のリスク要因に関するアナリストの見解を含めることが求められるため。

○分析、評価等に該当しない理由（4 社）

・ 会社分析は行うものの、いわゆる「アナリスト・レポート」に記載するような評価は行わない。評価は顧客の判断となる。
・ 「株価予想やレーティング」が記載されていない PDRR は、アナリスト・レポート規則で規定する「評価」に該当する「資料」ではなく、「評価」とは「株価予想やレーティング」を行っていることを指していると解するからである。そもそも、PDRR は、未上場会社の新規公開オファリングに際して、市場に十分な情報があるとは言い難い為、当該未上場会社の紹介を目的として、作成され、このうち、本邦企業が行う新規公開オファリングのうち、発行額が大きいもので原則として当該新規公開上場時にグローバル・オファリングを行う場合に作成されてきた経緯がある。そして、PDRR は新規公開予定会社のオファリングとは独立した「非上場会社の紹介」レポートとして位置付けられてきているからこそ、これまで本邦企業が行ってきた新規公開上場時のグローバル・オファリング案件の各リサーチ・ガイドライン上、例えば、「本売出し／推奨： リサーチ・レポートでは、本売出しの詳細について検討してはならず、いかなる格付けも含んではならず、また ●●会社またはその株式への投資に関する意見表明もしくは推奨を行ってはならない。特に、明示的な「買い」の推奨またはかかる推奨をほのめかす文言（「割安」等）を記載してはならない。」といった規制がされてきている。とするなら

ば、「評価」とは「株価予想やレーティング」を行っていることを指していると解すべきで、よって、「6. 1～4に対する PDRR の執筆者のコメント」が「株価予想やレーティング」に触れていない限り、それはアナリスト・レポート規則で規定する「分析、評価等」に該当しない。

- ・これまでの協会WG議論に沿った「分析・評価等」に至らない範囲としての業績予想等であれば、「分析・評価等」に該当しないと考えられる。
- ・執筆者のコメントは、主として、発行体の業務内容や属する業界の紹介又はその補足説明を目的とするものである。一部、執筆者による業績予想及びその前提や根拠を補足説明するためのコメントが含まれるものの、投資家の投資判断に必要なレーティングの付与や目標株価の算定を前提としていないため、アナリスト・レポート規則で規定する「分析、評価等」とには該当しないと考えられる。

質問5 PDRR に「分析、評価等」が記載される場合、アナリスト・レポート規則の適用対象とすべきか。

○アナリスト・レポート規則の適用対象とすべき理由（3社）

- ・「分析評価」が記載される場合はアナリスト・レポートに該当する認識。
- ・「分析、評価等」とは、投資家の投資判断に重大な影響を及ぼすレーティングの付与や目標株価の算定を前提として行われるものを指すと考えられ、これが記載された PDRR は、アナリスト・レポート規則の適用対象とすべきである。
- ・現行のアナリスト・レポートの範疇に整理するかどうかは別として、業界として統一されたルールに基づいて適正な競争環境を整備することが望ましいと考える。

○アナリスト・レポート規則の適用対象とすべきではない理由（5社）

- ・PDRR は案件毎にリサーチ・ガイドラインが出され、それに沿って厳格に審査・管理されるものであるため、当該個別のガイドラインに依拠すれば足りると考える。
- ・「PDRR」は、以下のとおり、通常の「アナリスト・レポート」とは異なる背景及び異なる配布対象を前提としており、またその後の再配布等についても制限を設けるなど、広く一般投資家を含め配布対象を特定しない状況での配布を想定した JSDA 規則の「アナリスト・レポート」とは異なるものと考えられると思料する。従って、JSDA 規則の適用対象とすべきものではないと考える。少なくとも、同一の取り扱いをすべきものではないと考える。

（PDRR の特性）

- ① 幹事証券会社又はその代理人である弁護士事務所により厳格に定められた方法・手続きに基づき作成・使用されるものであり、個社及び個別アナリストによる対応を前提としている「アナリスト・レポート」とは異なる。
- ② 配布先投資家は、合理的と考えられる投資家（少なくとも特定投資家）であり、

再発信のおそれのない投資家に限定されることから、不特定多数への配布（流通）を想定した「アナリスト・レポート」とは異なる。

- ③ 開示ガイドライン上、再発信が不可能であることから、事後的（相当の期間を経過後）に事情を知らない投資家の目に留まることもなく、いったん発行した後にはほぼ永続して一般投資家の目に留まる可能性もある「アナリスト・レポート」とは異なる。

（JSDA『アナリスト規則考え方』との関係）

- ① アナリスト規則考え方第2条該当部分において、「（前略）また、当初は特定の投資家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、（後略）」アナリスト・レポートに該当するとされている。PDRRは、配布人数の制限はないものの、その後広く利用できないように制限をかけて交付されるものであり、アナリスト・レポートと看做する必要はないと考える。
- ② また同じく第2条該当部分において、「（前略）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には、その根拠について明らかにしておくことが望ましい。」とされています。上記PDRRの特性に鑑みると、直ちにアナリスト・レポートとする必要性はないように思われ、各社の判断に委ねても良いのではないかと考えます。ただ、認識を整理するとの観点から、JSDA規則で定める「アナリスト・レポート」からは除外されることを明確にしていきたいと存じます。
- ③規則第8条第2項第2号の考え方「ハ」において、アナリストが他の部門の業務に携わる場合、一定期間アナリスト・レポートの執筆を制限することとされている。PDRRをアナリスト・レポートとした場合、当該規定により実質的にアナリストはPDRRの作成が行えなくなると考えられる。

・ 個別の規程の趣旨にもよるが、一般論としては、アナリスト・レポートの規則は不特定多数への配布を前提としたレポートを対象としており、PDRRとは前提が異なると思われるため。

・ 現状の規則の建て付けの変更がない限りにおいては、「分析、評価等」が記載されているため、規則の対象とすべきと考える。ただし、その配布形態等が一般的なアナリスト・レポートとは異なることから、例外規定を設ける等の措置を検討することが考えられる。

・まず、当行グループでは、①コンプライアンス部門を媒介役として、投資銀行部門のスタッフが事実の正確性チェックの目的から（「factual accuracy」）、ドラフト段階での PDRR に目を通すことをグローバル的に許容している。加えて、②当該新規公開予定案件を所管する地域で行う引受け可否の判断を行うグローバルの引受検討会において、「株価予想やレーティング」に触れないことを条件に PDRR を執筆するアナリストの意見を求めている。この点、「株価予想やレーティング」以外のその他の「分析、評価等」が記載されていることの一事をもって、アナリスト・レポートであるとして、アナリスト・レポート規則の適用対象としてしまうと、上記①に関わる実務について、アナリスト・レポート規則第 10 条（「—考え方」も参照）で「不当な干渉」として忌避すべきとされている「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」に該当する可能性が出てきて不都合である（実質的な理由）。

又、PDRR に「分析、評価等」が記載されてあつたとしても、「株価予想やレーティング」が記載されていなければ、「株価予想やレーティング」という「評価」を行っておらず（前出 質問 4 参照）、よって、形式的にアナリスト・レポート規則で規定する「分析、評価等」に該当する「資料」ではなく、アナリスト・レポート規則の適用対象とすべきではない（形式的な理由）。

なお、PDRR に「株価予想やレーティング」といった「分析、評価等」が記載されてはならないことは、これまで本邦企業が行ってきた新規公開上場時のグローバル・オフアリング案件での各リサーチ・ガイドラインの要請から明らかである。

○どちらでもない理由（2社）

- ・適用対象とする場合には、8 条の考え方にある「他の業務に携わる場合には、執筆を制限する」という文言に追加・修正が必要。なお、作成者が協会員の従業員であるものの、「使用」が協会員によりなされないものについては要検討が必要。
- ・仮に適用対象となったとしても PDRR の配布には問題は生じない考えるため、本設問はどちらとも言えない。

プレ・ディール・リサーチ・レポート（PDRR）に係る検討課題（メモ）

平成 27 年 7 月 30 日

PDRR をアナリスト規則から除外する場合

規則改正を行わず対応する

⇒「個別企業の分析、評価等」の記載不可

規則改正を行い対応する

⇒「個別企業の分析、評価等」の記載可

1. アナリスト規則との関係についての整理

- ・ PDRR に「個別企業の分析、評価等」の記載がなければ、現行規則において、アナリスト・レポートに該当しない。
- 規則改正を行わなくとも、規則の適用を受けない。

検討事項

- ・ 「個別企業の分析、評価等」の内容の明確化
- ・ PDRR がアナリスト規則の適用を受けない場合の PDRR に対する何らかの規制の必要性

1. アナリスト規則との関係についての整理

- ・ PDRR に「個別企業の分析、評価等」の記載があれば、現行規則において、アナリスト・レポートに該当する。
- PDRR をアナリスト規則の対象外とするためには、適用除外等の規則改正が必要。
- ※ パブコメや機関決定手続きにより、秋～年末頃の改正となることが想定される。

検討事項

- ・ PDRR の定義（執筆対象となる企業の範囲、配付する投資家の範囲等）
- ・ アナリスト規則の他の条文の適用関係（審査、利益相反の表示、独立性の確保等）
- ・ PDRR の発行は、公表前のアナリスト・レポートの選択的提供にならないか（重要情報の管理）

2. 広告規則との関係についての整理

- ・ 現行規則において、アナリスト・レポートは広告規則の適用除外としている（広告規則第9条）。

検討事項

- ① PDRR が金融商品取引業の内容を表示したものであり、かつアナリスト・レポートではない場合（下記③）には、金商法上の広告等に該当することとなり、現行の広告規制の適用を受けることとなるが、日証協の広告規則改正を検討する必要があるか。
- ② 金商法上の広告に該当するが、配付先を特定投資家に限定することで、審査等の手続きを不要とするとは考えられるか。
- ③ 「個別の企業の分析及び評価に関する資料であって、金融商品取引契約の締結の勧誘に使用しないものを配付する方法」による情報提供は広告類似行為から除外されている（金商業等府令第 72 条）。PDRR に「個別の企業の分析及び評価」を記載しない場合に、本条との適用関係を整理する必要があるか。

以 上