

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42回)

平成27年8月27日(木) 午前10時
日本証券業協会 第1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仮整理

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未公表情報を伝達する行為

○仮整理

仮整理	発行体から取得した未公表の情報（ <u>法人関係情報でないものに限る</u> ）については、それが公表済みレポートに影響を与える（ <u>新たなレポートを公表する必要がある</u> ）内容 <u>であれば</u> の場合は、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。
仮整理の考え方	<ul style="list-style-type: none"> ・会社ホームページ、プレスリリース等により公表された情報（事実）及び新聞報道等により公知となった情報（事実）以外で、発行体から取得する情報は未公表情報と考えられる。 ・アナリストが発行体から取得した未公表の情報について、投資家が<u>その未公表の情報に接した場合に</u>、公表済みレポートの内容の見直し（目標株価、レーティングの変更等）があると判断<u>できる</u>可能性が高いと予想されるものであれば、当該情報の伝達は新たなレポートの公表により行われるべきと考えられる。 ・発行体から取得した未公表の情報が、公表済みレポートには何ら影響を与えず、新たなレポートを<u>公表する書</u>←必要がない内容であれば、適切な社内管理体制のもとで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と考えられる。ただし、その場合であっても、伝達する相手方すべてに対して同じ内容の情報を伝達するべきと考えられる。 <p>→発信される情報はモニタリングすることが望ましい。</p>

○発行体から取得した未公表情報で「公表済みレポートには何ら影響を与えず、新たなレポートを書くまでもない情報」

項番	具体例
6-②-2	一般的には発行体から公表されないセグメントの詳細等の業績数値や情報で、個別に提供された数値や情報。
6-②-5	新聞等に記載された情報について、記載されているという事実。（ただしアナリストの意見は述べない。また、ネット、市場等での噂等、情報提供元が不確かで信頼性に著しく欠ける情報については、内容によらず投資家に伝達すべきではない。）
追加 1	アナリストが発行体から <u>定期的に</u> 受領し、何の加工もせずそのまま顧客に転送する資料。（ただし受領した資料が公表済みレポートに何ら影響を与えないことが前提）
追加 2	レポートに影響を与えないものとして、社内審査済みの情報。
追加 3	<u>アナリストの当初想定に沿った内容の売上高や利益などに関する会社の年度計画の進捗状況、およびそれが確認されたという事実。</u>
追加 4	<u>（公表済みレポートには何ら影響を与えないが）前回の発行体コメントの内容と違う点、およびそれが確認されたという事実。</u>

平成 27 年 8 月 27 日

意見照会結果を踏まえた項番 6 の論点

○仮整理の考え方について

- ・ 2 ポツ目に記載されている、「レポートの内容の見直し」について、「目標株価、レーティングの変更等」（業績予想の変更も含む？）に変更がなければ、レポートを書く前の情報伝達は可能と考えられるか。（例：「これまでの見方に変化はない」といったレポートを発行する場合）
- ・ 3 ポツ目に記載されている、「適切な社内管理体制」について、具体的な内容（モニタリング等）の記載は必要か。
- ・ 4 ポツ目は、アナリストの行動規制全体にかかる内容であり、本項目からは削除し、別途全般の項目として記載することとしてはどうか。

○具体的事例について

- ・ 6-②-2 について、伝達可能な業績数値等の詳細情報は、発行体から既に公表された情報に関連した内容に範囲を限定すべきか。
- ・ 追加 1 について、定期的の文言を削除してはどうか。
- ・ 追加 1 について、発行体から定期的に受領し顧客に転送している情報を、公表済みレポートに何らかの影響を与えるとして転送を行わなかった場合、当該行為が示唆情報に該当するかどうか。
- ・ 追加 2 について、社内審査済みの情報とはどういう情報か。また、具体例の記載は必要か。

以 上

平成 27 年 8 月 27 日

項番 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未公表情報を伝達する行為」についての意見照会結果

○仮整理について

＜事務局案＞

発行体から取得した未公表の情報については、それが公表済みレポートに影響を与える内容であれば、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。

＜ご意見等＞

- ・発行体から取得した未公表の情報が法人関係情報や未公表の重要事実である場合はレポートにも記載できないので、発行体から取得した未公表の情報が法人関係情報や未公表の重要事実でないことが前提になる。
- ・当然のことだが「未公表情報」からは「未公表の法人関係情報」は除かれるとの理解である。しかしながら、「資料 1」においてはそれが明記されていない。「仮整理」若しくは「仮整理の考え方」においてでも良いが、その旨を明確にする方がよいと考える。
- ・概ね同意できる。但し、「公表済レポートに影響を与える内容」については、考え方の中できちんと整理しておき、どの程度までが伝達可能で、どこからがレポートでなければならないのかの判断が各社バラバラにならないようにしておくべき。
- ・文章の書き方の問題で、「～であれば、認められない」という表現は、可能なのか認められないのかについて誤解しやすい。「～であれば～情報伝達は可能」又は「～の場合は～認められない」などの表現にしてはどうか。
- ・以下の表現に変えて頂きたい（” 公表済みレポートに影響を与える内容” だと限定的）。

発行体から取得した未公表の情報については、それが 新たなレポートを書く必要がある 内容であれば、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。

○仮整理の考え方について

<事務局案>

- ・会社ホームページ、プレスリリース等により公表された情報（事実）及び新聞報道等により公知となった情報（事実）以外で、発行体から取得する情報は未公表情報と考えられる。
- ・アナリストが発行体から取得した未公表の情報について、投資家が公表済みレポートの内容の見直し（目標株価、レーティングの変更等）があると判断できるものであれば、当該情報の伝達は新たなレポートの公表により行われるべきと考えられる。
- ・発行体から取得した未公表の情報が、公表済みレポートには何ら影響を与えず、新たなレポートを書く必要がない内容であれば、適切な社内管理体制のもとで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と考えられる。ただし、その場合であっても、伝達する相手方すべてに対して同じ内容の情報を伝達するべきと考えられる。
- ・発信される情報はモニタリングすることが望ましい。

<ご意見等>

全体	・発行体から取得した未公表の情報が法人関係情報や未公表の重要事実でないことが前提になる。
2ポツ目	・2ポツ目は当たり前のことなので敢えて明記する必要はない。 ・「レポートの内容の見直し」について、「目標株価、レーティングの変更等」（業績予想の変更も含む？）に変更がなければ、レポートを書く前に情報伝達しても可能と考えてよいか。（例：「これまでの見方に変化はない」といったレポートを発行する場合） ・事務局作成の2ポツ目の記述を、誤解の余地を減ずるよう修正することはいかがか。 アナリストが発行体から取得した未公表の情報について、投資家が <u>その未公表の情報に接した場合に、公表済みレポートの内容の見直し（目標株価、レーティングの変更等）があると判断する可能性が高いと予想される</u> ものであれば、当該情報の伝達は新たなレポートの公表により行われるべきと考えられる。

3 ポツ目	<ul style="list-style-type: none"> ・ 3 ポツ目は、下線部分をカット。 発行体から取得した未公表の情報が、<u>公表済みレポート</u>には何ら影響を与えず、新たなレポートを書く必要がない内容であれば、適切な社内管理体制のもとで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と考えられる。ただし、その場合であっても、伝達する相手方すべてに対して同じ内容の情報を伝達すべきと考えられる。 ・ 適切な社内管理体制とは、どのようなものを想定しているかもう少し具体化が必要と思われる。(モニタリング等)
4 ポツ目	<ul style="list-style-type: none"> ・ 仮整理の4番目については、管理面の事項であり、アナリストの行動規制の範疇ではないので、ここでは不要。 ・ 最後のポイントのモニタリングについては、「望ましい」とはされているものの、情報受領の確認、伝達の確認などにおいて特に電話などで行われた場合には、ほぼ事実上不可能なのではないかと思われる。「適切と考えられる管理態勢(研修なども含む。)を構築するように努める」程度の記載で良いのではないか。 ・ 「発信される情報は、モニタリングされることが望ましい」とあるが、モニタリングに限らず、何らかのコントロール(社内規則、トレーニング等も含む)が必要という趣旨であったと理解している。また、当該コントロールは項番6に限らずその他の項目にも当てはまると考えられるため、項番6にのみ含める必要はなく、削除してもよいのではないかと考える。

○具体的事例について

<事務局案>

項番	具体例
6-②-2	一般的には発行体から公表されないセグメントの詳細等の業績数値や情報で、個別に提供された数値や情報。
6-②-5	新聞等に記載された情報について、記載されているという事実。(ただしアナリストの意見は述べない。また、ネット、市場等での噂等、情報提供元が不確かで信頼性に著しく欠ける情報については、内容によらず投資家に伝達すべきではない。)
追加	アナリストが発行体から定期的に受領し、何の加工もせずそのまま顧客に転送する資料。(ただし受領した資料が公表済みレポートに何ら

	影響を与えないことが前提)
追加	レポートに影響を与えないものとして、社内審査済みの情報。

<ご意見等>

6-②-2	<ul style="list-style-type: none"> ・事務局作成の6-②-2の記述を、誤解の余地を減ずるよう修正することはいかがか。 <p><u>既に発行体から公表されているセグメント等の業績数値や情報について、一般的には発行体から公表されていない、より詳細な業績数値の内訳や情報で、個別に提供されたもの。</u></p>
追加1	<ul style="list-style-type: none"> ・追加1番目については、前回の議論で出た「定期的に配信している月次データが配信されないの方が寧ろ示唆情報に該当しかねない」との意見に同意。従ってカッコ内を削除すべき。 ・追加分で発行体から定期的に受領しているものを定期的に転送している場合、レポートに影響を与えるからと言って転送を止めたら、かえって推知させることにならないか議論が必要と思われる。
追加2	<ul style="list-style-type: none"> ・追加2番目については、趣旨が不明であり除外すべき（残すのであれば、レポートに影響せず且つ配信されない社内審査済みの情報がどのようなものか事例を示してほしい）。 ・追加例にある「社内審査済みの情報」は手続き要件になるという趣旨か。（社内審査をしていないものは情報提供できないという趣旨か）
具体例の追加	<ul style="list-style-type: none"> ・アナリストの当初想定に沿った形の売上高や利益などに関する会社の年度計画の進捗状況、およびそれが確認できたという事実。 ・（公表済みレポートには何ら影響を与えないが）前回の会社コメントの内容と違う点、およびそれが確認できたという事実。

以上

平成27年8月27日

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

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。(網掛け部分については、これまでのワーキングにおいて議論・整理済みであると事務局が判断したもの)

項番	具体的な行為の内容	考え方
1	・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と思う。
2	・「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。
3	・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。
4	・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はあるのではないか。中立性・独立性の観点から問題が生じないか。
5	・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。
6	・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。
7	・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な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。

項番	具体的な行為の内容	考え方
8	・その他	<ul style="list-style-type: none"> ・（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提供に該当せず認められるべきと考える。
（平成27年6月に行った追加の意見照会結果）		
9	<p>・「プレディールレポート」を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ほしい。</p>	<p>・「プレディールレポート（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。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。</p> <p>（PDRRの特性）</p> <ul style="list-style-type: none"> ①主幹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。 <p>（JSDA『アナリスト規則考え方』との関係）</p> <ul style="list-style-type: none"> ①アナリスト規則考え方第2条において、「(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・レポートとみなす必要はないと考える。 ②また同じく第2条において、「(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。」とされている。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る。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ほしい。
10	<p>・開示ガイドラインに係る「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」に記載のあるプレ・ディール・リサーチ・レポートであって、協会規則でいうアナリスト・レポートに該当しない範疇のレポート</p>	<p>・6月22日の開示ガイドラインに関する説明会の際にも、上記の範疇のレポートが存在しうるかどうかなどについて言及があり、その場では意見の収束が見られなかったことから、（可能であれば）当該範疇のレポートに係る情報配信について、業界としての統一した見解を出すことが透明性のある運営に資するものとする。</p>

項番	具体的な行為の内容	考え方
	が存在するかどうか、もしするとすればその内容を確認・共有したうえでそれを作成配布する行為。	
11	・ディールレポートと協会規則の関係性について	
12	・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(トイザラスのIPOを踏まえた対応)	
13	・その他	・一部の機関投資家顧客から、所属アナリスト全ての決算プレビュー取材の日程をカレンダー形式で提供して欲しいとのリクエストがある。アナリストからの情報発信とまでは言えないものの、取材日程自体が投資判断に有用な情報となる可能性があるため、どのように整理すべきか。
14	・その他	・カバレッジをしていない企業についても、セクター調査の一環として、会社発表等を継続フォローするとともに、年数回の取材を行っている場合がある。このような企業について、セクターレポートやカバレッジ企業のレポートの中でどこまで触れてよいとすべきか。また、顧客から口頭でコメントを求められた場合はどのように整理・対応すべきか。