

|         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 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 47 回）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 2. 日 時  | 平成 27 年 11 月 19 日（木）午後 1 時 30 分 ～ 午後 2 時 40 分                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 3. 議 案  | 1. プレ・ディール・リサーチ・レポートの取扱いについて<br>2. その他                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 4. 主な内容 | <p>1. プレ・ディール・リサーチ・レポートの取扱いについて</p> <p>第 41 回会合（平成 27 年 7 月 30 日開催）において、プレ・ディール・リサーチ・レポート（以下、「PDRR」という。）を「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」（以下、「アナリスト・レポート規則」という。）上どのように位置付けるか</p> <p>について議論したところ、一般的なアナリスト・レポートとは異なる取扱いを求める意見が多くあった。</p> <p>そこで、アナリスト・レポート規則における PDRR の取扱いについてどのような方法が考えられるか、PDRR の規制のあり方の方向性について事務局にて検討資料を作成し、説明を行った。その後、大要以下のとおり意見交換が行われた。</p> <p>議論の結果、規制の方向性の具体策については意見が分かれたことから、本会合後 PDRR に対する規制の観点から検討すべき事項について各社に意見照会を実施した上で、次回会合においてそれらの内容を議論し、PDRR に対する規制の方向性を決めていくことを確認した。</p> <p>（主な意見等）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ PDRR はリサーチ・ガイドライン等に従って作成されているものの、現状では自主規制として明確には示されていないことについて、違和感があるとの声も聞いている。（事務局）</li> <li>・ 現状としては、PDRR の取扱いについて、何か問題が生じているものではなく、PDRR はリサーチ・ガイドラインを遵守して行う実務上の慣行として成立しているとの考え方もある。</li> <li>・ PDRR の規則上の整理については、ワーキング・グループにおいて議論し、アナリスト・レポート規則の対象外とすることを合理的に決めれば良いと考える。PDRR とアナリスト・レポートは開示ガイドライン上も異なる扱いとなっている。リサーチ・ガイドラインによる規制はかかっており、その上で開示ガイドラインを守れば問題ないのではないか。PDRR はアナリスト・レポートの要件を満たしていないと考えている。そのことをアナリスト・レポート規則に記載することで良いのではないかと。</li> <li>・ 法律事務所が作成するリサーチ・ガイドラインが、各証券会社の意見に影響を受けることがあり、特に複数幹事の場合には、各社の意見を踏まえ結果と</li> </ul> |

|  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|--|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | <p>して規制が緩い方向にいくこともあるのではないかとと思われる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・アナリストの提案活動に該当しない類型として、案件公表後のロードショーの関与については既に整理されているが、案件公表前の PDRR の関与については明記されていない。PDRR の取扱いについてルール化する必要はないが、I B 部門にリサーチ部門が関わる場合の考え方はあった方が良いと思われる。</li> <li>・PDRR をアナリストの提案活動に使用することは考えられないが、I B 部門等アナリストでない者が PDRR を書いているケースがあるので、書き手の独立性に関しては、「アナリストが関与する場合は」という定義づけが必要になるかもしれない。</li> <li>・PDRR の取扱いを検討する前に、PDRR の取扱いに関してどのようなリスク管理をすべきかを明確にすることが必要であると思われる。</li> <li>・PDRR はアナリスト・レポートの定義に該当しアナリスト・レポート規則の対象になると考える。個別企業の分析・評価等ではないという考えの方もいるので、その見解を整理することが先だと思われる。PDRR に規則を適用するにあたっては、一部の機関投資家への配付がアナリスト・レポート規則の精神に反すると言われたいような措置をしてほしい。</li> <li>・分析・評価等の議論は各社で意見が分かれた。どの論点も哲学的な部分があり、議論しても結論が出ない可能性があると思われる。様々なアプローチの仕方はあるが、PDRR についてアナリスト・レポート規則をそのまま適用しないという最終的な結論を実現することに絞って議論することが、全体にとってはベターな選択ではないかとと思われる。</li> <li>・類似の規制は紛らわしいので、PDRR の定義を決めてアナリスト・レポート規則の適用除外とし、定義に当てはまらないものは、アナリスト・レポートと考えてはどうか。</li> <li>・アナリスト・レポート規則の策定の際に、アナリスト・レポートの定義における評価は、レーティング、目標株価が含まれているものであり、PDRR には評価がないことと、アナリスト・レポート規則の策定当時は制限付きの配付については全く想定しておらず、「多数」の考え方について一切議論していないため、基本的に制限のない多数であることを前提として、それに開示ガイドラインの考え方を踏まえれば、PDRR はアナリスト・レポートではないと言えるのではないかと考えられる。</li> <li>・多数の考え方については規則の策定当時から議論していない。明確にするということであれば、配付数の多寡に言及せず、特定・不特定あるいは対象先を限定するといった表現を使う方法が考えられる。(事務局)</li> <li>・一般的なりサーチ・ガイドラインにおけるレポートの定義には、目標株価、レーティング以外のものもあるので、アナリスト・レポート規則上のアナリ</li> </ul> |
|--|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

スト・レポートよりも範囲が広いと思われる。アナリスト・レポートにディールレポートが含まれるかどうかの議論がある。アナリストが執筆するレポートがアナリスト・レポートであるか否かに関わらず、その過程で生じるコンフリクトや問題点等はアナリスト・レポート規則の例えば8条の情報管理の徹底や11条のIB部門の関与の禁止等でカバーされているはずである。PDRRをアナリスト・レポート規則の適用除外にすることで、PDRRではそうしたコンフリクトは関係ないという印象を受けるので、書きぶりには工夫が必要であると思われる。

- ・ PDRR は、アナリスト・レポートの定義に該当しないから規則から外す方法なのか、該当するが一部除外するという方法なのか。該当しないと言い切るのは難しい。PDRR とアナリスト・レポート共通の規則を作るのであれば後者と考える。
- ・ アナリスト・レポート規則の行為規制に、PDRR を当てはめた方がいいものもある。PDRR はアナリスト・レポートと同様に執筆者のコメントが書かれており、現行規則上、分析・評価に該当しないとは言えないと思われるので、2条の定義における多数の明確化や分析・評価には目標株価、レーティングを指していることを明示するといった根本の部分から議論することも考えられる。
- ・ 本件については、アプローチの方法が多面的であり、事務局の資料はその一面である。最初の入口であるアナリスト・レポートに該当するか否かを議論するとそこで止まってしまう可能性があったため、資料の「4. アナレポ規則適用の方向性の具体策」の①から④の方法により、具体策を示したものである。(事務局)
- ・ ③(新たに専用の別規則等(ガイドライン等)を作成する。)は必要ないと思われる。②の方法(新たな規則等は作成せず、アナレポ規則又はその考え方に適用除外である旨を明記する。)が一番良いと考える。基本的に PDRR とアナリスト・レポートとは異なっており、一部重複する部分については「アナリスト・レポート等」として、必要最低限な対応で良いのではないかと。
- ・ 別規則を作成するとなると大きな話になる。④の方法(現行規則の条文及び考え方を見直し、PDRR に関する規定を記載する。)で上場企業対象のアナリスト・レポートを1章、非上場対象の PDRR を2章として別立てすると、読んで分かり易い形になると思われる。
- ・ PDRR のアナリスト・レポート規則上の位置づけを明確化してほしいとの意見の理由、PDRR の取扱いについて具体的に気になるポイントにフォーカスすると議論が進めやすくなると考える。
- ・ アナリスト・レポート規則上の位置づけを明確化してほしいとの意見は、PDRR

|                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                 | <p>がアナリスト・レポートに該当するとした場合に、配付の問題、レポートの執筆者、社内審査等、アナリスト・レポート規則を遵守するうえで疑問点が生じており、そのため規則への該当性を明確にしてほしいということが出発点にあったと思われる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 現行の PDRR の取扱いのままでは、現場のアナリスト、コンプライアンスとも対応しづらいところがあり良くない考える。何らかの指針、ルール化について検討していく方が良いと思われる。</li> <li>・ 現行のアナリスト・レポート規則の条文は、PDRR には相応しくない部分が多くあるので、④の方法はなじまないと思われる。一方で③の方法は時間がかかる。グレーの状態が長く続くことは好ましくない。現状リサーチ・ガイドラインで厳しく決められているので、②の方法により、各社各様で対応しても問題ないと思われる。</li> <li>・ WG の総意として、これからも PDRR は作成していくことが前提であること、PDRR にアナリスト・レポート規則の全てを適用することも避けたいという意向を踏まえ、結論は②から④のいずれかに落ち着かせることとしたい。まずは、PDRR の取扱いに関し、③の検討すべき内容に記載した項目についてどのような点が悩ましいのか各社で考えていただき、多くの社が悩ましいと考える項目について議論していくことから始めたいと考える。</li> </ul> <p style="text-align: right;">以 上</p> |
| 5. その他          | ※ 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。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 6. 本件に関する問い合わせ先 | 自主規制企画部（０３－３６６７－８４７０）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |