

2016年8月23日 全18頁

日証協による アナリストの取材等に関するガイドライン案

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2016年7月21日、日本証券業協会は、「協会のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン（案）」を公表した。
- これは、昨今のいわゆる早耳情報と呼ばれるプラクティスや、金融商品取引業者の処分事例などを受けて、アナリストによる発行会社への取材や、アナリスト・レポート以外の手段による情報伝達のあり方などについての考え方をガイドラインの形でとりまとめたものである。
- 具体的には、①未公表の決算期の業績に関する情報の取材等は例外を除き行わない（発行体への取材等）、②未公表の決算期の業績に関する情報を取得してしまった場合、調査部門の審査担当者又は管理部門に報告する（情報の管理）、③取得した未公表の決算期の業績に関する情報は、特定の投資者等に選択的に伝達しない（アナリスト・レポート以外の方法による伝達）などが盛り込まれている。

はじめに

2016年7月21日、日本証券業協会は、『協会のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン（案）』について¹を公表した。

これは、アナリストによる発行体への取材や、アナリスト・レポート以外の手段による情報伝達のあり方などについての考え方をガイドラインの形でとりまとめたものである。なお、日本証券業協会は、本件について2016年8月20日まで意見募集を行った。

本稿では、まず、日本証券業協会が「協会のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン（案）」（以下、「ガイドライン（案）」）をとりまとめた背景を説明し（1）、次いで、「ガイドライン（案）」の概要を紹介する（2）。

¹ 日本証券業協会のウェブサイト (<http://www.jsda.or.jp/katsudou/public/bosyu/20160719173836.html>) に掲載されている。

なお、本「ガイドライン（案）」は、金融庁で検討が進められているフェア・ディスクロージャー・ルール²（以下、FDルール）とも関連する問題を取り扱ってはいるが、FDルールそのものではない。すなわち、FDルールは、第一次的に情報を発信・伝達する上場会社（発行体）をターゲットとするものである。それに対し、「ガイドライン（案）」は、上場会社が発信・伝達した情報を受領し、当該情報を分析、評価した上で、第二次的に発信・伝達するアナリスト及びその所属先の証券会社（第一種金融商品取引業者）をターゲットとするものである。

1. 背景

日本証券業協会は、金融商品取引法に基づく自主規制機関として、同協会の協会員である証券会社（第一種金融商品取引業者）に所属するアナリストによるレポート執筆などに関して、次のような自主規制規則等を定めている。

- ◇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」）
- ◇「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」に関する考え方（以下、「規則の考え方」）

ところが、昨今、アナリストを巡って、次のような問題が発生している。

- (a) 「発行体への取材等により未公表情報を取得して、その情報をいち早く一部の特定の投資者等に選択的に伝達するという、いわゆる早耳情報の提供と呼ばれる、アナリスト本来の姿からかい離し市場の透明性・公正性の確保の点から問題となりうるプラクティス」
- (b) 「アナリストによる投資者等への法人関係情報の伝達や、公表等済みのアナリスト・レポートの内容とは矛盾する分析、評価等の伝達等、不適切な情報伝達行為により、法令・規則違反を問われる事態」

(注) 「法令・規則違反を問われる事態」としては、例えば、法人関係情報の管理の不備や法人関係情報を提供した勧誘を理由として、日本証券業協会の協会員である証券会社が行政処分を受けた事案などが念頭にあるものと思われる。

(金融庁ウェブサイト)

<http://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20151215-1.html>

<http://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20160425-1.html>

(出所) カッコ内は「ガイドライン（案）」p.1。注釈は筆者による。

² 一般に「公表前の内部情報を特定の第三者に提供する場合に当該情報が他の投資者にも同時に提供されることを確保するためのルール」（「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告—建設的な対話の促進に向けて—」（2016年4月18日）（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20160418-1.html）p.15）と説明される。拙稿「フェア・ディスクロージャー・ルール」（2016年7月7日付レポート）参照（http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20160707_011054.html）。

日本証券業協会では、まず、2014年から（アナリストが）「アナリスト・レポート以外の手段によって行う顧客や自社の役職員への情報伝達行為のあり方」³について検討を開始した。その後、実際の行政処分事例の発生などを経て、アナリストが行う「発行体の未公表情報の取材等による取得のあり方」⁴についても検討が加えられた。

こうした検討を経て、このたび、発行会社への取材や、レポート以外の手段による情報伝達といったアナリストの行動のあり方に関する「業界統一的な考え方」⁵が「ガイドライン（案）」の形でとりまとめられたのである。

なお、金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（以下、ディスクロージャーWG）におけるFDルールを巡る議論との関連性を指摘する声もあるようだ。確かに、ディスクロージャーWGの報告書において前記(b)の事案が取り上げられる一方⁶、「ガイドライン（案）」に併せて公表された日本証券業協会の資料⁷でも、ディスクロージャーWGにおける議論が言及されるなど、両者の議論に、一部、重なり合う部分があったことは事実だろう。しかし、ディスクロージャーWGにおけるFDルールに関する議論の出発点は、適時開示制度に関連して、情報が漏洩した場合や情報が選択的に開示された場合のルールが整備されていないという問題意識にあった模様である⁸。その意味では、私見だが、異なる出発点から開始された議論⁹が、前記(b)の事案などを経て、交差するに至ったということではないかと思われる。

いずれにせよ、FDルールの検討を進めている金融庁においても、今回の「ガイドライン（案）」がFDルールに代わるものとはとらえられていないようだ。FDルールの具体的な制度設計については、既に導入されている海外での実務なども踏まえて、さらに検討することとされている¹⁰。

2. 「ガイドライン（案）」の概要

(1) 「ガイドライン（案）」のポイント（全体像）

「ガイドライン（案）」の内容は、大きく、アナリストによる発行会社への取材等、発行会社

³ 日本証券業協会「協会員のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン（概要）」（平成28年7月。以下、「概要」）p.3（<http://www.jsda.or.jp/katsudou/public/bosyu/20160719173836.html>）。

⁴ 「概要」p.3。いわゆる「プレビュー取材」も含まれる。

⁵ 「ガイドライン（案）」p.1。

⁶ 「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告—建設的な対話の促進に向けて—」p.16参照。

⁷ 「概要」p.2参照。

⁸ 平成27年11月10日開催金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（第1回）議事録（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/gijiroku/20151110.html）、黒沼悦郎委員発言参照。

⁹ ディスクロージャーWGにおけるFDルールの議論では、(b)の事案に代表されるアナリストの問題だけではなく、いわゆるスクープ報道や発行会社によるマスメディアへのリークなどに対しても問題意識が示されたようだ。平成28年2月19日開催金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（第3回）議事録（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/gijiroku/20160219.html）、田原企業開示課長、上柳委員、太田委員、黒沼委員、原田委員発言など参照。

¹⁰ 田原泰雅・大谷潤・小川恵輔・善家啓文・羽深宏樹・浜田宰・林雄亮「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告の概要」（『商事法務』No.2105（2016年7月5日））p.10。

から入手した未公表情報の管理、その伝達の3つに分けることができる。さらに、(アナリスト・レポート以外の方法による)未公表情報の伝達に関しては、具体的な行為の類型別に、どのような場合に(情報伝達が)認められ、どのような場合に認められないかについての考え方も示されている。これらのポイントをまとめると図表1のように整理できるだろう。

図表1 「ガイドライン(案)」のポイント(全体像)

取材等(注1) ⇒(2)	<p>①未公表の決算期の業績に関する情報の取材等(注2)は例外を除き行わない(注3)</p> <p>②未公表の決算期の業績以外に関する定量的な情報のうち業績が容易に推測できることとなるものは取材等を行わない</p> <p>③上記①、②以外の情報に関する取材は行ってもよい</p>	
未公表情報の管理 ⇒(3)	未公表の決算期の業績に関する情報を取得してしまった場合(注4)、調査部門の審査担当者又は管理部門に報告する(注5)	
未公表情報の伝達	アナリスト・レポートによる伝達 ⇒(4)①	未公表情報のうち公開・公知となっていないもの又は未公表情報を基にした個別企業の分析、評価等を記載したアナリスト・レポートを公表等する場合は、「アナリスト・レポート規則」及び「規則の考え方」に示す取り扱いをしなければならない
	アナリスト・レポート以外の方法による伝達 ⇒(4)②	<p>◇重要情報に該当する情報は、特定の投資者等に選択的に伝達してはならない</p> <p>◇未公表の決算期の業績に関する情報は、それがたとえ重要情報に該当しないものであっても、特定の投資者等に選択的に伝達してはならない</p> <p>◇必ずしも重要情報でない情報であっても、投資判断に影響を与えるおそれがあると考えられる情報は、投資者に選択的に伝達することは認められない</p>
	(類型別の考え方) ⇒(5)	<p>①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</p> <p>②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</p> <p>③アナリスト・レポートに記載のない長期の分析、評価等を伝達する行為</p> <p>④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も短期の分析、評価等を伝達する行為</p> <p>⑤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</p> <p>⑥発行体の情報に対する分析、評価等であり、アナリスト・レポートの分析、評価等と異なる内容を伝達する行為</p>

(注1) 発行体からの送付や、いわゆる「ラージミーティング」などに出席するなどの情報取得は制限しない(ただし、情報管理を行うこと、及び伝達に関する制限の対象)。

(注2) 投資家と同行する取材を含む。

(注3) 公表又は公開・公知となった情報は、その内訳を含め取材等を行うことができる。

(注4) 意図せず取得したものを含む。

(注5) 当該情報が重要情報に該当する場合は、従前どおり、適正に管理する。

(出所)「ガイドライン(案)」、日本証券業協会「協会のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン(概要)」(以下、「概要」。脚注3参照)を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

(2) アナリストによる発行体への取材等

①未公表の決算期の業績に関する情報

アナリストは、発行体に対して、未公表の決算期の業績に関する情報の取材等は例外を除き行わないこととする。

(注)「ガイドライン(案)」における「公表」とは、「法令に基づき行われる開示に加え、発行体自身による記者会見又は記者クラブへの投げ込み等により周知されているもの」(「ガイドライン(案)」p.2)と定義されている。インサイダー取引規制における「公表」(金融商品取引法166条4項など)とは、異なる概念である点に留意する必要があるだろう。

(出所)「ガイドライン(案)」p.3

「ガイドライン(案)」は、アナリストが、未公表の決算期の業績に関する情報の取材等を、原則として、行うべきではないとの考え方を示している。その理由は、次の通りである¹¹。

- ・未公表の決算期の業績の進捗や着地見通しを示唆する情報については、「アナリスト・レポート規則」が適正な管理を求める重要情報(注)に該当する、もしくはそれを内包する、又は他の情報との組み合わせにより重要情報となりうる情報であるおそれが高い
- ・未公表情報の取得後にその情報が重要情報に該当するかどうかの判断をアナリストに一任することは、アナリストによる不適切な情報伝達行為を誘発するおそれがある

など

(注)「ガイドライン(案)」における「重要情報」とは、「アナリスト・レポート規則」8条に規定された「重要情報」であり、具体的には次のものを指す(「ガイドライン(案)」p.3)。インサイダー取引規制上の「重要事実」とは異なる概念である。

(1)アナリスト・レポートを執筆するに際し、アナリストが担当している会社及び社内の他の部門等から入手した情報、又は審査担当者がアナリスト・レポートの審査に当たり入手した情報であって次に掲げるもの

イ 法人関係情報

ロ イ以外の未公表の情報であって投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすと考えられるもの

(2)公表等前アナリスト・レポートの内容等であって投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすと考えられるもの

(3)協会員がアナリスト・レポートの公表等を制限した場合における当該制限を行ったこと

ここでいう「取材等」とは、次のものをいうとされている¹²。

- ・発行体が行う説明会(注)への参加
- ・発行体へのインタビュー等を行うこと

(注) 広く参加者を募って行う大規模な説明会(いわゆるラージミーティングを含む)や、証券会社等主催の大規模なカンファレンス等における発行体による説明を除く。

¹¹ 「ガイドライン(案)」pp.3-4。

¹² 「ガイドライン(案)」p.2参照。

また、発行体に対する取材等が認容される例外としては、次のものが掲げられている。

- ・未公表情報のうち公開・公知（注）となったもの
- ・その内訳（発行体から個別に提供される地域やセグメント毎の詳細の情報等）

（注）「ガイドライン（案）」における「公開・公知」とは、「公表ではないが、自社のホームページへの掲載、業界団体を通じての発表、又は新聞報道等（観測記事を除く。）により広く入手可能となっているもの」（「ガイドライン（案）」p.2）と定義されている。なお、ラージミーティングやカンファレンスでの説明が、「公開・公知」に該当するか否かについては、必ずしも明確にされていない（10 ページ参照）。

もっとも、「未公表の決算期の業績を容易に推測するために、公開・公知となった情報の深耕となる情報（公開・公知になっていない費用、利益率等の数値や、月次の決算数値の容易な推測につながるような情報）」¹³の取材等を行わないように留意が求められている。

つまり、例えば、公開・公知となった売上高について、そのセグメント毎の詳細を取材等することは許容されるものと考えられる。しかし、それに伴う経費など、利益そのものに近づくような情報について取材等を行うことには問題があるというのが「ガイドライン（案）」の考え方であると思われる。

また、投資者等と同行する場合も同様に、未公表の決算期の業績に関する情報の取材等を行うべきではないとされている。他の取材目的で投資者等を同行するときも、同行者に対して未公表の決算期の業績に関する情報を取材等することがないよう留意する必要があるとの考え方が示されている¹⁴。

なお、意図せず未公表の決算期の業績に関する情報を取得した場合の考え方については、(3)でまとめて紹介する。

②未公表の決算期の業績以外に関する定量情報

アナリストは、発行体に対して、未公表の決算期の業績以外に関する定量的な情報（公表若しくは公開・公知となった情報を除く。）のうち業績が容易に推測できることとなるものは取材等しないこととする。

（出所）「ガイドライン（案）」p.4

「ガイドライン（案）」は、「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」の取材等についても、前記①の「未公表の決算期の業績に関する情報」と同様の制約を設けている。これは、「内容が業績以外に関するものであっても、他の情報と組み合わせることや簡単な計算を行うこと

¹³ 「ガイドライン（案）」p.4。

¹⁴ 「ガイドライン（案）」p.4参照。

等により間接的に業績に結び付き、業績が容易に推測できる情報¹⁵があると考えられるためだと説明されている。

ただし、ここでいう「業績が容易に推測できる情報」とは、「アナリストによる通常の分析過程を経ることなく業績が容易に推測できる情報」¹⁶のことであるとされている。これは裏を返せば、アナリストによる通常の分析過程を経ることなしには、容易に業績が推測できない情報であれば、規制対象には含まれない（取材等が可能である）ことを意味するものと思われる。

また、「ガイドライン（案）」の文言に従えば、業績に無関係な定量情報も、規制対象には含まれない（取材等が可能である）こととなる。「ガイドライン（案）」は、業績に無関係な情報の具体例として、次のものを掲げている¹⁷。

○通期・中期計画（注1）の内容であって、以下に掲げるもの（注2）（注3）

一環境認識：為替、原油価格、業界全体の需要予測、製品価格動向など

一販売量等：自社の販売計画、価格見通し、出店計画など

一設備投資、研究開発費計画、財務方針（例：売上債権回転率の圧縮目標）など

○将来予想（注4）

（注1）会社の業績予想を含む。

（注2）期中に行われる通期の業績予想修正の内容については、会社公表情報の背景、理由、地域やセグメント毎の内訳等の確認は可能と考える。一方で、当該四半期の業績が積み上がり始めていることに留意し、未公表の決算期の業績を容易に推測できる情報を取材等しないよう留意する必要がある。

（注3）前提として、未公表の実績値が含まれていない会社計画（業績予想を含む。）は、業績に関する情報には該当しないと考えられている（「ガイドライン（案）」p.5）。

（注4）来期会社計画（会社業績予想を含む。）については、第4四半期以降の取材等では今期業績の具体的な数値若しくはそれらを容易に推測させる情報を取得することに繋がるおそれが大きいため、取材等しないこととされている（「ガイドライン（案）」p.5）。

③上記①、②以外の情報

アナリストは、発行体に対して、上記①、②以外の情報に関する取材等しても良いこととする。

（出所）「ガイドライン（案）」p.5

「ガイドライン（案）」は、業績以外に関する（業績に関係しない）定性的な情報については、取材等が可能としている。

その理由については、「結果として未公表の決算期の業績に結び付く（業績を容易に推測できる）情報に該当するおそれはあるものの、『未公表の決算期の業績に関する情報』や『未公表の

¹⁵ 「ガイドライン（案）」p.4。

¹⁶ 「ガイドライン（案）」p.4。

¹⁷ 「ガイドライン（案）」pp.4-5。

決算期の業績以外に関する定量情報』と比べその蓋然性が低い」¹⁸と考えられるため、と説明されている。

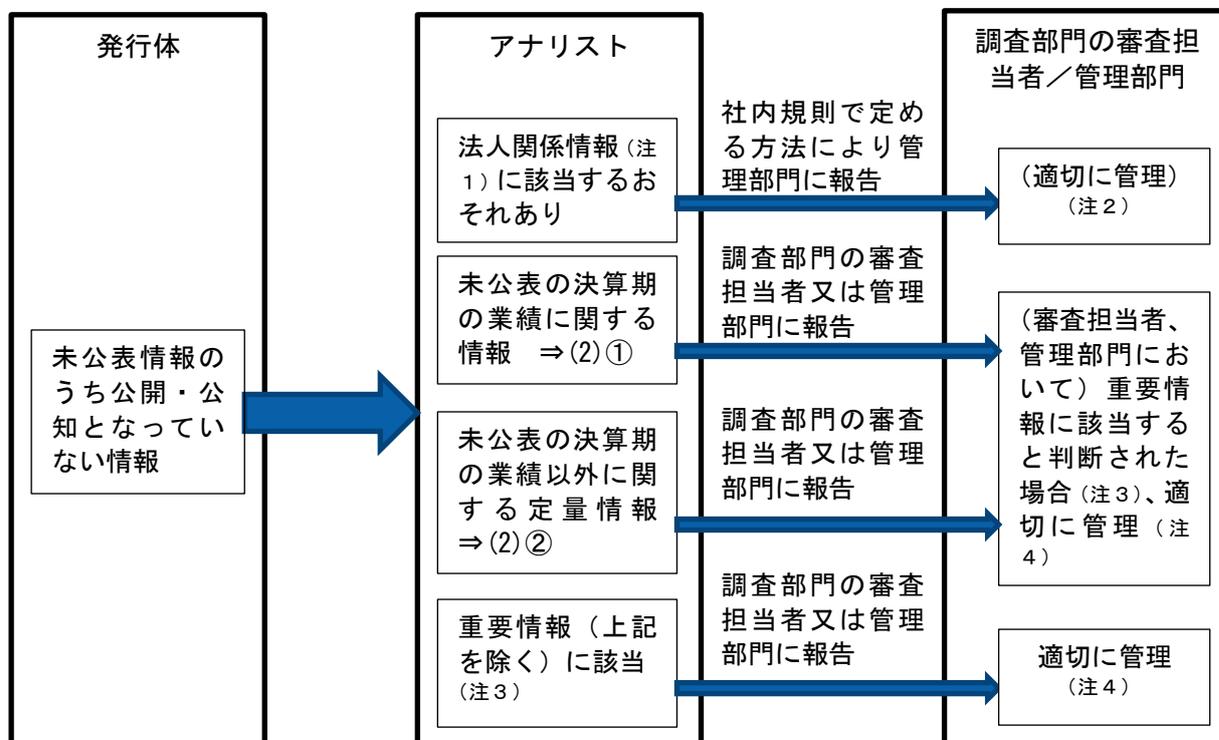
(3) 発行体から取得した未公表情報の管理の考え方

発行体から取得した未公表情報のうち公開・公知となっていないものは、重要情報に該当するおそれが高いことを十分留意し、管理部門に照会するなどしたうえで、適切に管理しなければならない。

(出所)「ガイドライン (案)」p. 6

現行の「アナリスト・レポート規則」の下でも、日本証券業協会の協会員である証券会社は、アナリストが入手した重要情報について、適正に管理することが義務付けられている（「アナリスト・レポート規則」8条）。今回の「ガイドライン (案)」では、重要情報の管理方法に関する考え方をより明確化している。大まかなイメージをまとめると図表2のようになるだろう¹⁹。

図表2 発行体から取得した未公表情報の管理の考え方 (イメージ)



¹⁸ 「ガイドライン (案)」p. 5。

¹⁹ 「ガイドライン (案)」pp. 5-6。

(注1) 法人関係情報とは、次の(a)及び(b)を意味する(金融商品取引業等に関する内閣府令1条14号)。金融商品取引業者には、法人関係情報を提供して勧誘する行為の禁止(金融商品取引業等に関する内閣府令117条1項14号)法人関係情報の管理(同123条1項5号)などの規制が、法令上、課されている。

(a) 上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるものに係る公表されていない情報

(b) 公開買付け、これに準ずる株券等の買集め及び公開買付けの実施又は中止の決定に係る公表されていない情報

(注2) 「ガイドライン(案)」上は明記されていないが、法令上、法人関係情報に関する管理等のために必要かつ適切な措置を講じることが要求されている(金融商品取引業等に関する内閣府令123条1項5号)。

(注3) アナリスト又はアナリストからの報告を受けた調査部門の審査担当者は、重要情報に該当するか否かの判断に迷う場合は、管理部門に照会を行う(「ガイドライン(案)」p.6)。なお、アナリストが「取材等により取得した情報が未公表の決算期の業績に結び付く(業績を容易に推測できる)情報又はその他の法人関係情報(資金調達、業務提携等)等管理すべき重要情報に該当するか否かの判断に迷う場合は、調査部門の審査担当者又は管理部門に報告しなければならない」ともされている(「ガイドライン(案)」p.5)。

(注4) 重要情報の管理について、「規則の考え方」では、次のような方法で管理する必要があるとしている。

(イ) 重要情報に係る資料について、物理的に他の部門から隔離する又は施錠可能なキャビネットに収納する等の方法により管理する。

(ロ) コンピュータ上において管理・保存されている重要情報について、他の部門の者に対しアクセス制限をかける。

(出所) 「ガイドライン(案)」、「概要」などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

(4) 発行体から取得した未公表情報の投資者等への伝達の考え方

① 未公表情報をアナリスト・レポートの公表等により伝達する場合

発行体から取得した未公表情報のうち公開・公知となっていないもの又は当該未公表情報を基にした個別企業の分析、評価等を記載したアナリスト・レポートを公表等する場合は、規則及び規則の考え方に示す取り扱いをしなければならない。

(注) アナリスト・レポートの「公表等」とは、「アナリスト・レポート規則」1条に規定する「公表等」であり、具体的にはアナリスト・レポートの配布又は公表を意味する(「ガイドライン(案)」p.6)。インサイダー取引規制上の「公表」とは異なる概念である。

(出所) 「ガイドライン(案)」p.6。注釈は筆者による。

現行の「アナリスト・レポート規則」の下でも、アナリスト・レポートに関連して、社内審査(「アナリスト・レポート規則」4条)や、重要情報の適正な利用(同9条)などが定められている。今回の「ガイドライン(案)」でも、アナリストが発行体から取得した情報のアナリスト・レポートを通じた伝達に関して、「アナリスト・レポート規則」や「規則の考え方」に沿った対応を要求している。具体的な対応については、次のような整理がなされている²⁰。

²⁰ 「ガイドライン(案)」pp.6-7 参照。

法人関係情報又は将来法人関係情報になる蓋然性が高い情報	⇒ それらの情報に基づく分析、評価等をアナリスト・レポートに記載してはならない。
それらの情報に該当しない情報	⇒ 「アナリスト・レポート規則」に基づく社内審査を行わなければならない。

この考え方を踏まえれば、アナリストによる取材等が禁じられる前記(2)①の「未公表の決算期の業績に関する情報」や、前記(2)②の「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報のうち業績が容易に把握できる情報」を、(取材等によらず)発行体からの自発的提供により入手した場合であっても、それらの情報が「法人関係情報又は将来法人関係情報になる蓋然性が高い情報に該当する、もしくはそれを内包する、又は他の情報との組み合わせにより法人関係情報となりうる情報であるおそれが高い」²¹と考えられるときは、それらの情報が「公開・公知」にならない限り、理論上、アナリスト・レポートに記載してはならないこととなる²²。

また、いわゆるラージミーティングやカンファレンス等における説明そのものが「公開・公知」に該当するか否かが必ずしも明示されていないことを踏まえれば、ラージミーティングやカンファレンス等を通じて入手した場合についても、別途、「公開・公知」する手続きがとられない限り、アナリスト・レポートに記載できないという状況も、理論上、想定し得ることとなる。しかし、これに対しては、ラージミーティングやカンファレンス等で説明があった内容をアナリスト・レポートに反映できなくなり、ラージミーティング・カンファレンス等の意味がなくなってしまうとの指摘もあるようだ。

一口にラージミーティング、カンファレンスといっても定義が明確でなく、その規模や方法などは様々であり、一律に論じることは難しい面がある。今後、その対応が、実務上の論点の一つとなることも考えられるだろう。例えば、参加者の資格や人数、動画・音声の配信、配布資料の開示などの条件によっては、ラージミーティングやカンファレンス等における説明を「公開・公知」のものとして取り扱うこともあり得るのではないかと思われる。

また、(取材等によらず)発行体からの自発的提供などにより取得した「未公表の決算期の業績に関する情報」が、法人関係情報又は将来法人関係情報になる蓋然性が高い情報に該当しないと判断される場合であっても、これらの情報やこれらの情報を利用した個別企業の分析、評価等を記載したアナリスト・レポートの公表等は、(社内審査において)「他の審査項目と合わせ、記載の妥当性を検討しなければならない」²³こととなる。

その他、「ガイドライン(案)」は、次の場合には、アナリスト又はアナリストからの報告を受けた調査部門の審査担当者は、管理部門に審査を依頼しなければならないとしている²⁴。

²¹ 「ガイドライン(案)」p.7。

²² 「ガイドライン(案)」p.7、「概要」p.6参照。

²³ 「ガイドライン(案)」p.7。

²⁴ 「ガイドライン(案)」p.7参照。

- a) アナリスト・レポートに記載された発行体から取得した未公表情報のうち公開・公知となっていないものが法人関係情報又は将来法人関係情報になる蓋然性が高い情報に該当するか否か判断に迷う場合
- b) アナリスト・レポートに記載された発行体から取得した未公表情報のうち公開・公知となっていないものが「未公表の決算期の業績に関する情報」及び「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」である場合
- c) アナリストが発行体から取得した未公表情報のうち公開・公知となっていないものを基にした個別企業の分析、評価等を記載したアナリスト・レポートの公表等を行うことが法人関係情報を提供して勧誘する行為に該当するおそれがあるか否か判断に迷う場合

(出所)「ガイドライン(案)」p.7

②未公表情報をアナリスト・レポート以外の手段により伝達する場合

発行体から取得した未公表情報のうち公開・公知となっていないもの、又は当該情報を基にした個別企業の分析、評価等であって、規則で規定する重要情報に該当するものは、アナリスト・レポートの公表等前に、アナリスト・レポート以外の方法(アナリスト・レポートへの記載は②参照)で、特定の投資者等に選択的に伝達してはならない。ただし、発行体から取得した未公表の決算期の業績に関する情報は、重要情報であるか否かに関わらず特定の投資者等に選択的に伝達してはならない。

(注)引用中の「②」は「ガイドライン(案)」中の項番である。本レポートでは前記(4)①に相当する。
(出所)「ガイドライン(案)」p.7。注釈は筆者による。

「ガイドライン(案)」は、アナリストが発行体から取得した未公表情報のうち、「未公表の決算期の業績に関する情報」や「重要情報」に該当する情報をアナリスト・レポート以外の手段²⁵を通じて、特定の投資者等に選択的に伝達する行為を禁止している。

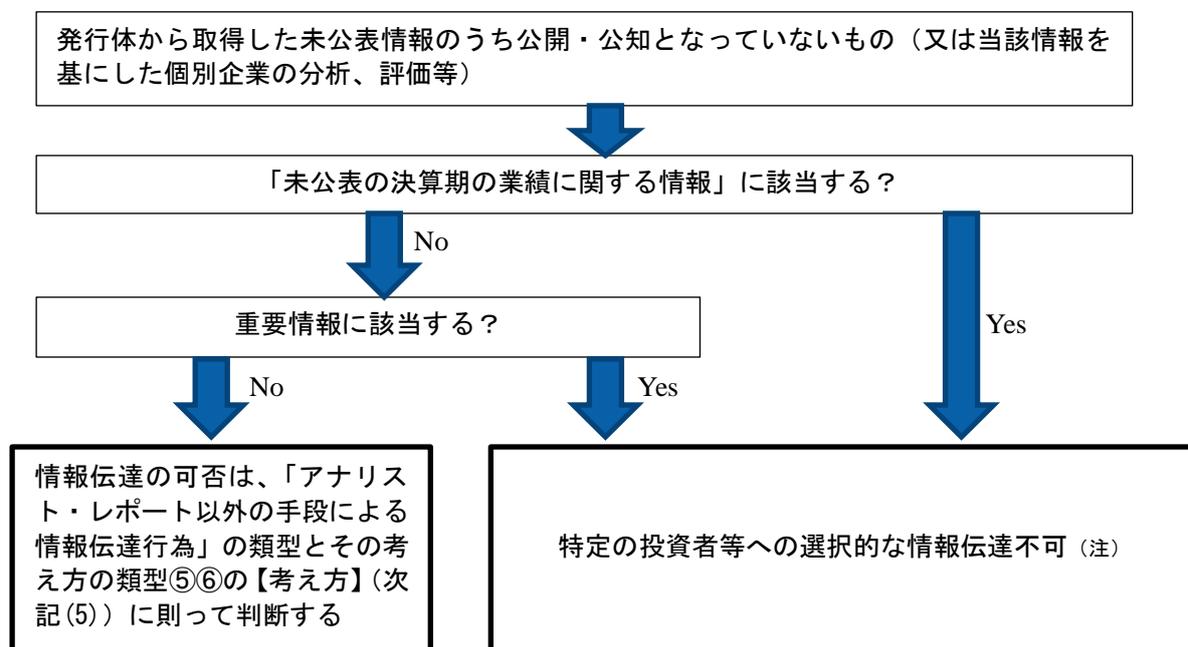
なお、「未公表の決算期の業績に関する情報」以外の情報であって、かつ、「重要情報」にも該当しない情報であっても、直ちに、特定の投資者等へのアナリスト・レポート以外の手段による選択的な情報伝達が可能になるのではなく、『「アナリスト・レポート以外の手段による情報伝達行為」の類型とその考え方の類型⑤又は⑥の考え方に則って行うこと²⁶とされている(次記(5))。

以上の概略を整理すると、概ね、図表3のようになるだろう。

²⁵ 「ガイドライン(案)」は、具体例として「電話、電子メール、チャット、アナリスト・レポート以外の文書等」を掲げている(p.7)。

²⁶ 「ガイドライン(案)」p.8。

図表3 未公表情報をアナリスト・レポート以外の手段により伝達する場合



（注）発行体から取得した未公表情報のうち公開・公知となっていないものが、重要情報に該当する場合は、社内規則で定められた場合に限りに、所定の手順に則って自社の役職員にその情報を伝達することができる（「ガイドライン（案）」p.8）。

なお、アナリスト・レポートの公表等による伝達は、前記(4)①参照。

（出所）「ガイドライン（案）」、「概要」などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

(5) 「アナリスト・レポート以外の手段による情報伝達行為」の類型とその考え方

「ガイドライン（案）」は、アナリストがアナリスト・レポート以外の手段を通じて行う情報伝達行為について、6つの類型を示し、それぞれについてその可否とベースとなる考え方を説明している。

具体的には、下記①～⑥であるが、その基本的な姿勢を整理すると、「公表済みのアナリスト・レポートに記載がなく、投資判断に影響を与える可能性のある情報など」²⁷のアナリスト・レポート以外の手段による伝達は禁止し、「公表済みのアナリスト・レポートと矛盾せず、かつ投資判断に影響のない範囲の情報」²⁸のアナリスト・レポート以外の手段による伝達は認めるものといえるだろう。

²⁷ 「概要」p.6。

²⁸ 「概要」p.6。

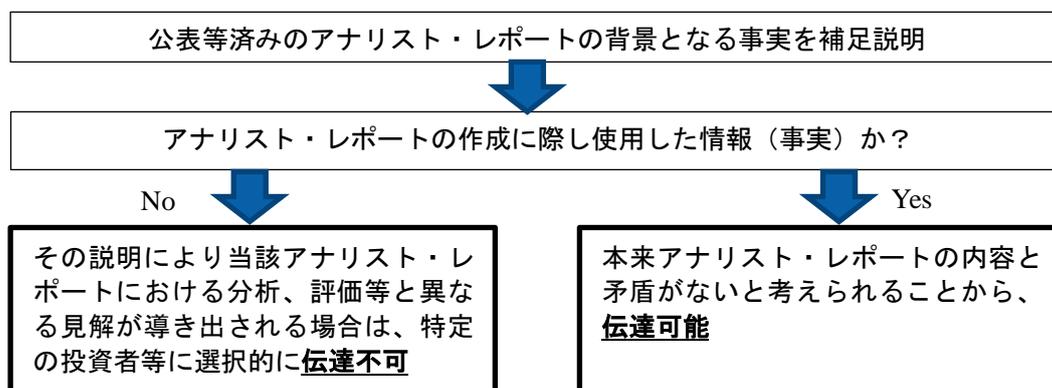
①公表等済みのアナリスト・レポートの背景となる事実を補足説明する行為

アナリスト・レポートに記載された分析、評価等の理由の説明であり、その内容が公表等済みのアナリスト・レポートの内容と矛盾しない場合には、特定の投資者等に選択的に情報伝達することは認められる。

(出所)「ガイドライン(案)」p.8

伝達する情報(事実)が、アナリスト・レポートの作成に際し使用したものか否かが判断基準とされている。整理すると、概ね、図表4のようになるだろう。

図表4 公表等済みのアナリスト・レポートの背景となる事実を補足説明する行為



(出所)「ガイドライン(案)」、「概要」などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

情報伝達を行うことが可能であると考えられる具体例としては、例えば、「公開・公知となった会社情報及び経営陣による声明」、「アナリスト・レポートの元となったマーケットデータ、モデル」などが挙げられている²⁹。

なお、そのアナリスト・レポートの公表等以降に新たに公開・公知となった情報(事実)については、(①ではなく)後述⑤(公表等済みのアナリスト・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)として取り扱うものとされている。

²⁹ 「ガイドライン(案)」p.12。なお、「ガイドライン(案)」は、「この例示だけで判断するのではなく、必ず【考え方】に照らしたうえで適正性を判断してください」と留意を求めている(p.12)。

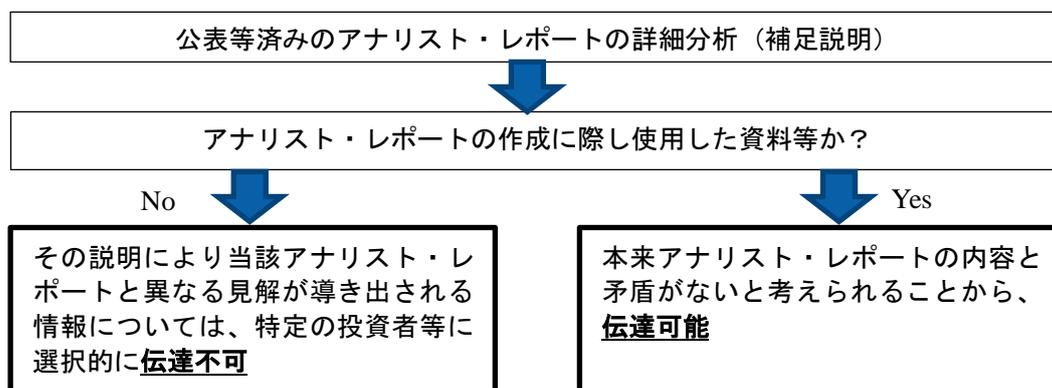
②公表等済みのアナリスト・レポートの詳細分析（補足説明）を伝達する行為

公表等済みのアナリスト・レポートに記載された分析、評価等の基礎資料又は解説であり、当該アナリスト・レポートの内容と矛盾しない情報については、特定の投資者等に選択的に伝達することは認められる。

（出所）「ガイドライン（案）」pp. 8-9

伝達する資料等が、アナリスト・レポートの作成に際し使用したものか否かが判断基準とされている（図表5）。基本的に前記①と同じ考え方だと思われる。

図表5 公表等済みのアナリスト・レポートの詳細分析（補足説明）を伝達する行為



（出所）「ガイドライン（案）」、「概要」などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

情報伝達を行うことが可能であると考えられる具体例としては、例えば、「アナリスト・レポートに記載さ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）」、「分析、評価等の手法（収益モデル、感応度、企業価値、株価予測、市場動向（需給、価格）」などが挙げられている³⁰。

なお、そのアナリスト・レポートの公表等以降に新たに公開・公知となった情報（事実）については、（②ではなく）後述⑤（公表等済みのアナリスト・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）として取り扱うものとされている。

³⁰ 「ガイドライン（案）」p. 13。なお、「ガイドライン（案）」は、「この例示だけで判断するのではなく、必ず【考え方】に照らしたうえで適正性を判断してください」と留意を求めている（p. 12）。

③公表等済みのアナリスト・レポートに記載のない長期の分析、評価等を伝達する行為

公表等済みのアナリスト・レポートに記載されているシナリオに沿った内容でなければ、特定の投資者等に選択的に伝達することは認められない。

(出所)「ガイドライン(案)」p.9

「ガイドライン(案)」は、アナリスト・レポートに記載のない長期の見通しを特定の投資者等に選択的に伝達することは、原則として認められないとの見解を示している。仮に、長期の分析、評価等を情報伝達するのであれば、新たにアナリスト・レポートとして公表等すべきの基本スタンスであると思われる³¹。

例外的に、「公表等済みのアナリスト・レポートに記載されているシナリオ又は分析手法をベースに、公開・公知となった情報を織り込んだ仮定の条件のもとで行った長期の業績の方向感³²であれば、伝達することが認められるとしている。ただし、この場合でも、「当該アナリスト・レポートと異なる分析、評価等が導き出される場合」³³は、伝達が認められないとしている。

情報伝達を行うことが可能であると考えられる具体例としては、例えば、「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」、「公表等済みのアナリスト・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」が挙げられている³⁴。

④公表等済みのアナリスト・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分析、評価等を伝達する行為

公表等済みのアナリスト・レポートに記載されているシナリオを前提としたものでなければ、特定の投資者等に選択的に伝達することは認められない。

(出所)「ガイドライン(案)」p.9

「ガイドライン(案)」は、アナリスト・レポートに記載のない短期の分析、評価等を特定の投資者等に選択的に伝達することは、原則として認められないとの見解を示している。特に、「短期的な株価変動時における、公表等済みのアナリスト・レポートに記載のない、当該企業に係る変動の背景等の分析、評価等及び株価水準並びに売買に関するコメントは認められない」³⁵としている。

³¹ 「ガイドライン(案)」p.9参照。

³² 「ガイドライン(案)」p.9。

³³ 「ガイドライン(案)」p.9。

³⁴ 「ガイドライン(案)」pp.13-14。なお、「ガイドライン(案)」は、「この例示だけで判断するのではなく、必ず【考え方】に照らしたうえで適正性を判断してください」と留意を求めている(p.12)。

³⁵ 「ガイドライン(案)」p.10。

例外として、「公表等済みのアナリスト・レポートに記載されているシナリオの範囲（アナリスト・レポートで言及しているイベント、リスク等の発生）から外れていないことを前提にして、当該期間より短期の事柄について」³⁶伝達することは許容されるとしている。

情報伝達を行うことが可能であると考えられる具体例としては、例えば、「公表等済みのアナリストの見解に基づいている又は公表等済みのアナリストの見解に影響のない範囲において、投資者等からの要請により伝達する短期の分析、評価等。（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）」、「アナリスト・レポートのレーティングと矛盾しない場合（アナリスト・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」などが挙げられている³⁷。

⑤公表等済みのアナリスト・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

発行体から取得した公開・公知されていない情報については、それが規則で規定する重要情報に該当するものである場合は、特定の投資者等に選択的に伝達してはならない。

（出所）「ガイドライン（案）」p. 10

「ガイドライン（案）」は、「重要情報」の伝達行為を禁止している。

具体的な対応として、「ガイドライン（案）」は「重要情報」への該当可能性、公開等済みのアナリスト・レポートの内容の変更を示唆する可能性といった観点から、概ね、図表6のような整理を行っている。

情報伝達を行うことが可能であると考えられる具体例としては、例えば、「発行体から個別に提供されるセグメント毎の詳細の情報等、公開・公知となった情報についての内訳であって、公表等済みのアナリスト・レポートの内容の変更を示唆しない情報」、「発行体への取材等により判明した、過去の取材等における発行体のコメントとの相違点、および前回のコメントから内容が変化したことが確認されたという事実であって、公表等済みのアナリスト・レポートの内容の変更を示唆しない情報」などが挙げられている³⁸。

³⁶ 「ガイドライン（案）」p. 10。

³⁷ 「ガイドライン（案）」p. 14。なお、「ガイドライン（案）」は、「この例示だけで判断するのではなく、必ず【考え方】に照らした上で適正性を判断してください」と留意を求めている（p. 12）。

³⁸ 「ガイドライン（案）」pp. 14-15。なお、「ガイドライン（案）」は、「この例示だけで判断するのではなく、必ず【考え方】に照らしたうえで適正性を判断してください」と留意を求めている（p. 12）。

図表6 公表等済みのアナリスト・レポートに記載のない発行体の未公表情報の伝達行為

情報	選択的伝達の可否	備考
業績に関する定量情報・定性情報	不可	「重要情報」に該当するおそれが高く、公表等済みのアナリスト・レポートの内容の変更を示唆する可能性が高い
業績以外に関する定量情報で、投資者等に業績の進捗や着地見通しを示唆する内容	不可	公表等済みのアナリスト・レポートの内容の変更を示唆する可能性が高い
(a)～(c)をすべて満たす内容の情報(注) (a)業績の進捗や着地見通しを示唆する内容を含まない (b)公表等済みアナリスト・レポートで示した分析、評価に影響を与えない (c)新たなアナリスト・レポートを公表等する必要がない	可能	適切な社内管理体制のもとで行う 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

(注) そもそも「重要情報」に該当すれば、伝達不可。

(出所)「ガイドライン(案)」を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

⑥発行体の情報に対する分析、評価等であり、公表等済みのアナリスト・レポートの分析、評価等と異なる内容を伝達する行為

発行体の情報が公開・公知となっているか否かを問わず、当該情報を踏まえた新たなアナリスト・レポートを公表等するまでの間は、当該情報に対するアナリストの分析、評価等について、特定の投資者等に選択的に伝達することは認められない。

(出所)「ガイドライン(案)」p.11

「ガイドライン(案)」の基本的なスタンスは、公表等済みのアナリスト・レポートの内容から変更があると投資者等が判断する可能性が高いと予想されるような発行体の情報に対する分析、評価等は、アナリスト・レポート等の公表等によって行われるべきであり、アナリスト・レポート以外の手段で伝達されるべきではない、というものだと考えられる。

具体的な対応として、「ガイドライン(案)」は「重要情報」への該当可能性などの観点から、概ね、図表7のような整理を行っている。

図表7 発行体の情報に対する分析、評価等であり、公表等済みのアナリスト・レポートの分析、評価等と異なる内容の伝達行為

情報	選択的伝達の可否	備考
業績に関する定量情報・定性情報に対する分析、評価等	不可	「重要情報」に該当するおそれが高い
業績以外に関する定量情報に対する分析、評価等で、投資者等に業績の進捗や着地見通しを示唆する内容	不可	「重要情報」に該当するおそれが高い 情報の伝達はアナリスト・レポートの公表等により行う（注）
突発的な事象の発生等で公開・公知となっているもので、公表等済みのアナリスト・レポートの分析、評価等と異なる発行体の情報について、アナリストの分析、評価等を含まない事実の説明	可能	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

（注）アナリスト・レポートの公表等については、「アナリスト・レポート規則」、「規則の考え方」のほか、「ガイドライン（案）」にも別途記載がある（前記(4)①参照）。

（出所）「ガイドライン（案）」を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

情報伝達を行うことが可能であると考えられる具体例としては、例えば、「公表等済みのアナリスト・レポートの変更を示唆しない範囲での、発行体の情報に対する印象やコメント」、「公表等済みのアナリスト・レポートの内容を変更するかどうか、現時点ではわからない旨。又は、変更するかどうかを検討する旨」³⁹などが挙げられている⁴⁰。

³⁹ なお、アナリスト・レポートの内容を変更する旨については、伝達することはできず、「その旨を簡単なアナリスト・レポートとして公表等することが望ましい」とされている（「ガイドライン（案）」p. 15）。

⁴⁰ 「ガイドライン（案）」p. 15。なお、「ガイドライン（案）」は、「この例示だけで判断するのではなく、必ず【考え方】に照らしたうえで適正性を判断してください」と留意を求めている（p. 12）。