

「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」に関するパブリック・コメントの結果について

平成 28 年 9 月 20 日
日 本 証 券 業 協 会

本協会では、「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」（案）について、平成 28 年 7 月 21 日から同年 8 月 20 日までの間、パブリック・コメントの募集を行いました。

この間に寄せられた意見・質問（78件、13社）及びそれらに対する考え方は、以下のとおりです。

項番	意見・質問	考え方
全般		
1	透明性・公平性の確保や適正かつ有効な情報提供を実現するために、まずセルサイド側から行動や考え方を改めるということは理解できるが、この問題はセルサイドのみの問題ではなく、発行体や投資家側の行動や考え方も変えていく必要がある。金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」においてもフェア・ディスクロージャー・ルールの導入に向けた検討がなされているところであるが、今後本ガイドラインを踏まえ、貴協会においてどのように発行体や投資家サイドに呼びかけを行うことを検討しているのかをお聞きしたい。	発行体及び投資者等に対しては、関係諸団体等への説明や当該団体等から当該団体等の会員等への周知を依頼する等、本ガイドラインの内容についてご理解いただけるよう努めてまいります。
2	透明性・公平性の確保や適正かつ有効な情報提供を実現するために、まずセルサイド側から行動や考え方を改めるということは理解できるが、この問題はセルサイドのみの問題ではなく、発行体や投資家側の行動や考え方も変えていく必要がある。金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」においてもフェア・ディスクロージャー・ルールの導入に向けた検討がなされているところ	

項番	意見・質問	考え方
	るであるが、今後本ガイドラインを踏まえ、貴協会においてどのように発行体や投資家サイドに呼びかけを行うことを検討しているのかをお聞きしたい。	
1. ガイドライン制定の目的		
3	1 ページ目、「なお書き」3 段目の記載で、「発行体への取材」は他の部分と表現を合わせ、「発行体への取材等」としてはどうか	ご指摘のとおり修正いたします。
4	(意見) ・目的は未公表の決算期の業績の情報を特定の投資者に伝える「早耳情報」の提供を抑止することにある。従来より、重要情報については、協会作成の「アナリス・レポートの取扱い等に関する規則」に基づき会員各社が定める規則でも「重要情報」の取り扱いについては適正な管理を規定している。それがあるにも関わらず不正行為が起こるのであるが、「早耳情報」根絶のためには「罰則規定」を設ける必要がある。 ・アナリストによる未公表情報の取得を排除するのであれば、一方で発行体の情報開示を促進する必要がある。 (理由) ・ガイドラインを制定しアナリストの調査活動を著しく制約しても「早耳情報」の提供を根絶できるか甚だ疑問である。 ・単にアナリストに情報取得の制限を加えるだけでは、発行体からの情報は制限される方向に近づく可能性があり、アナリストレポートそのものも出し難くなり、ひいては証券市場の発展を阻害する。	本ガイドラインは、現行の「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」(以下、「規則」という。)において必ずしも明確に示していなかった点を明確化し、協会のアナリストに係る情報の取得、管理及び伝達について一定の目線を示すものであり、それによって、市場の透明性・公正性の確保の点から証券市場の発展に資するものと考えております。 重要情報(法人関係情報を含む)の管理態勢に不備がある等、法令諸規則に抵触する行為があった場合には、法令諸規則の違反として処分の対象となりえます。 なお、本ガイドラインは協会員に向けてのものです。が発行体に対しては、関係諸団体等への説明や当該団体等から当該団体等の会員等への周知を依頼する等、本ガイドラインの内容についてご理解いただけるよう努めてまいります。
2. ガイドラインの概要		
5	(意見) 協会員(例:A証券)のグループ会社(例:	本ガイドラインは本協会の協会員に所属するアナリストを対象としたものですから、

項番	意見・質問	考え方
	A 経済研究所) に所属しているアナリストには、本ガイドラインは適用されないと考えてよいか。 (理由) 協会のグループ会社のアナリストへの本ガイドラインの適用について確認するため。	ご質問のグループ会社が本協会の協会員でないのであれば、本ガイドラインの対象とはなりません。 ただし、当該グループ会社のアナリストが作成するアナリスト・レポートが当該協会を通じて顧客に提供されるなど、実質的には、当該グループ会社のアナリストが行う行為が協会の行為と同等であると考えられるような場合には、当該協会を通じて、グループ会社に対して本ガイドラインの考え方に沿った行動を促していただくべきものと考えます。
6	本ガイドラインは、日証協の協会員が、<u>取扱業務として登録を行っている業務に関して</u>発行体への取材等を行いアナリストレポート等を作成し投資者等への情報伝達行為を行っている場合のセルサイド・アナリストを規制対象としており、バイサイド・アナリストの活動を規制することまで想定したものではない、との認識でよいか。 また、日証協の協会員ではあるものの、登録業務である証券業務に関してその業務の性質上発行体への接触などは不要であることからアナリスト活動は行っておらず設置していない場合は、従前からある法人関係情報の取扱いに係る社内管理態勢を整備しておくことで良いか。 具体的には、当社は投資運用業を主たるビジネスとする運用会社であり運用業務を営む上で社内アナリストを設置し、発行体への取材や社内運用担当者への情報伝達を行っている。一方、2014 年 11 月に第一種金融商品取引業者の登録を行い、金商法第 2 条第 8 項第 2 号・第 3 号・第 9 号業務のうち法人顧	本ガイドラインの対象となるアナリストは、規則において定義しているとおりです。 規則では、アナリスト・レポートを「多数の投資者に対する情報提供を目的とした資料で、個別企業の分析、評価等が記載された資料をいう。」とし、その上で、アナリストを「協会の役職員であってアナリスト・レポートを執筆する者をいう。」としています。 よって、ご意見の「バイサイド・アナリスト」が規則で規定するアナリストに該当しないのであれば、本ガイドラインの対象ではありません。 なお、発行体及びバイサイドの投資者等に対しては、関係諸団体等への説明や当該団体等から当該団体等の会員等への周知を依頼する等、本ガイドラインの内容についてご理解いただけるよう努めてまいります。 バイサイドの社におかれましては、本ガイドライン制定の趣旨をご理解いただいた上で、バイサイドとして遵守すべき法令諸規則に則り、態勢を整備していただくものと考えます。

項番	意見・質問	考え方
	客向けの ETF 及び当社グループ会社の外国 投信のセールス・マーケティング業務、代行 協会員業務の取り扱いを行っているが、登録 業務に関し特に発行体への接触は行ってお らず、また発行体から取得した情報等を投資 者等に伝達することも行なっていない。従っ て、第一種金融商品取引業の登録業務に従事 するアナリストも設置していない状況。	
＜本ガイドラインにおける用語定義＞		
取材等		
7	（意見） 取材等の定義において、「広く参加者を募つ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。」という適用除外は不要と考える。 （理由） 受領の形態（能動的もしくは受動的）や受領した場所（いわゆるスモールミーティングもしくはラージミーティング）に関係なく、情報の内容によって報告・伝達の縛りは同じであるため、適用除外は不要と考える。この除外を残すと、未公表の決算期の業績に関する情報を、ラージミーティングの場であれば質問可能と読めてしまい、ガイドラインの趣旨に反するのではないかと懸念がある。また、ラージミーティングの範囲の解釈に幅があることも懸念である。	ご意見の点は、投資者等を含め、多数の者が出席する説明会等に協会員のアナリストが参加できないとすることは適当ではないと考えられることから、適用除外としたものです。 また、いわゆるラージミーティングにおいてアナリストが行う質問の内容については、当該ラージミーティングの開催目的や発行体による説明内容及びその説明内容や質疑の公開の有無等を踏まえご判断いただく必要があると考えます。 なお、ラージミーティングへの対処の考え方については、各社において適切に定めていただくものと考えます。
8	ガイドラインが定義する“取材等”には、ラージミーティングや大規模カンファレンス（ラージミーティング等）における発行体における説明は除かれていますが、これは、あくまで発行体による自主的な説明までを禁止す	「発行体が行う説明会」の場でアナリストが質問を行うことについては、当該説明会の説明内容や資料、及び質疑応答の内容等が説明会の主催者や発行体のホームページに掲載される等、公開・公知の方法に即して入手

項番	意見・質問	考え方
	るものでないことを明記しただけであり、発行体がそのような説明をするようにアナリストが未公表の業績に関する質問をすることまでを認めているわけでないとの理解でよい。 その理解が正しいのであれば、ガイドライン上、ラージミーティング等における未公表の業績に関する質問は“取材等”に含まれ、禁止であることを改めて明記頂きたい。	可能となっているか等を勘案し、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられることから、本ガイドラインにおいて一律にお示しすることは難しいと考えます。
業績		
9	「明らかに利益に影響を与えない売上・受注数量・販売数量等」について判断する際に、例えば、発行体から得た売上情報に対し過年度の利益率をかけることによって導き出された利益水準が、その時点で会社から公表されている利益見込みにどの程度影響するかを算定し判断する、といった手法が考えられるか。 又、全体売上を聞いても費用がわからなければ取得してしまっても問題ないとの理解でよい。	「明らかに利益に影響を与えない売上・受注数量・販売数量等の数値」が公開・公知であれば、ご意見のような手法は問題ありません。 公開・公知になっていない場合は、「明らかに利益に影響を与えない売上・受注数量・販売数量等の数値」に該当するか否かは、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えますが、ご質問のような算定手法を用いなければ、該当性の判断ができないよう場合は、「明らかに利益に影響を与えない売上・受注数量・販売数量等の数値」には該当しないおそれが高いと考えられます。 また、「会社全体の売上」は、未公表の決算期の業績に関する情報であると考えられることから、これを取材等により取得することは適切ではないと考えます。
10	「業績」の定義として、「明らかに利益に影響を与えない」ものが除かれているが、「明らかに利益に影響を与えない」か否かの判断はそのような情報を取得したアナリストによって行うこととしてよい。	取材等により取得しないこととする情報については、取材等に先立ちアナリストが適切に判断できるよう、社内において具体的に定め、アナリストに周知しておくことが考えられます。 結果として取得した情報を調査部門の審

項番	意見・質問	考え方
		査担当者又は管理部門に報告するかどうかは、まずはアナリストが判断を下すこととなりますが、判断に迷う場合等においてアナリストのみの判断で管理及び伝達の取り扱いが決定されることのないよう社内態勢の構築に留意いただく必要があると考えます。
公開・公知		
11	「公開・公知」の定義に明示されていないが、広く参加者を募って行う大規模な説明会等での発行体からの発表は、「広く入手可能となっているもの」として公開・公知の対象とすべきである。（又はそのように運用してもよい。）	広く参加者を募って行う大規模な説明会等の内容が一律に公開・公知となるわけではないと考えます。当該説明会等の議事や資料等が説明会の主催者や発行体のホームページに掲載される等、公開・公知の方法に即して入手可能となっているか等を勘案し、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えます。 また、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情報の伝達の考え方については、本ガイドラインの項番4.をご参照ください。
12	「公開・公知」の定義に明示されていないが、広く参加者を募って行う大規模な説明会等での発行体からの発表は、「広く入手可能となっているもの」として公開・公知の対象とすべきである。（又はそのように運用してもよい。）	
13	（意見） 決算説明会における発行体からの発言（Q&Aにおける回答も含む）を、公開・公知の定義に含めていただきたい。 （理由） 決算説明会は、参加者の人数も非常に多く、広く入手可能なものであるため、公開・公知の情報と捉えて差し支えないと考える。	
14	決算説明会等の場で、発行体が足元の進捗状況など未公表の決算期の情報を話してしまうことが想定されますが、例えばラージミーティングなどの大規模な説明会の場であっても、こうした情報は公開・公知とはみなせないという理解でよろしいでしょうか。	
15	決算説明会での資料等については、発行体の	
		当該説明会の資料等が説明会的主催者や

項番	意見・質問	考え方
	HP等に掲載されていれば、公開・公知とみなせるという理解ですが、説明会が開催されるタイミングでは当該資料がまだHP等に未掲載の可能性があります。その場合でも、毎期HPに掲載している発行体であれば、公開・公知とみなして質問等を行うことが可能でしょうか。（説明会と資料の公開・公知にタイムラグがある場合）	発行体のホームページに掲載される等、公開・公知の方法に即して入手可能となっているか等を勘案し、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えます。なお、過去例等に照らして、ホームページへの掲載に長い時間を要することが想定されるような場合は、公開・公知情報として扱うことは適当ではないと考えます。
16	（意見） 公開・公知について、足元の事業の進捗について経営陣がインタビュー形式の新聞記事でコメントしたりすることがある。これは公開・公知ということで、そのことについて会社と議論してもよいか。上記のような会社コメント記事が、日経新聞のような全国紙である場合は、公開・公知と考えるが、業界紙での会社コメント記事であっても公開・公知といえるか。 （理由） 実務上、公開・公知に該当するか不明確な場合があり、これについて確認するため。	本ガイドラインでは、公開・公知の定義を「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」としています。ご質問の業界紙がどのようなものかが不明ですが、上記の「広く入手可能となっているもの」への該当性を個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えます。 また、公開・公知となった情報の取材等は、それが未公表の決算期の業績を容易に推測するために行う深耕でない限りにおいては行って良いこととしています。
17	（意見） 発行体からメーリングリスト等を通じてアナリストや機関投資家等の関係者に向けて情報が送付された場合は、発行体のHPに掲載されていないくとも、「公開・公知」の定義に該当しますでしょうか。例えば、発行体のアナリストや機関投資家等に向けて広く送付している旨を示したときは、「公開・公知」の定義に該当すると言えますでしょうか。 （理由） メーリングリスト等を通じて送付された情報は、送付先の特定ができないため広く入手可能になったかの判断が容易ではありません	発行体からアナリストや機関投資家等の関係者に対してメールで送付された情報については、たとえ、メーリングリスト等を通じて多数の者に送付された場合であっても、一律に「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」と同等であると考えすることはできず、「公開・公知」となるわけではありません。例えば、発行体のホームページの誰もが容易にアクセス可能な場所を通じて、閲覧者の誰もがメーリングリストに登録可能となっているような場合等、当該送付された情報が公開・公知の方法に即して広く入手可能となっている

項番	意見・質問	考え方
	んが、発行体が当該情報をアナリストや機関投資家等に向けて広く送付している旨を示したときは、「公開・公知」の定義における広く入手可能な情報に該当すると判断するのが適当と考えます。また、発行体が自社のホームページに掲載した場合とメーリングリスト等を通じてアナリストや機関投資家等に送付した場合で IR 資料としての性格に差異はなく、ガイドライン上の取扱いも平仄をとることが望ましいと考えます。	か等を勘案し、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えます。
3. アナリストによる発行体からの情報取得に関する留意事項について		
18	広く参加者を募って行う大規模な説明会等であっても、そこで話される内容は、公開・公知とは言えないため、未公表の決算期の業績の進捗や着地見通しなど重要情報に該当若しくは他の情報との組み合わせにより重要情報となり得る情報は取得しないようにすべきという理解でよいか。 また、発行体から証券会社のアナリストにしか一斉送付されていない月次データ（未公開）等が存在するが、未公表の決算期の業績以外に関する定量情報は、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事や簡単な計算を行う事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であると考えられるので、送付を謝絶する事が望ましいとの理解でよいか。	広く参加者を募って行う大規模な説明会等における情報の取得については、特段の制限を設ける必要はありませんが、結果として取得した情報については、適切に管理する必要があると考えます。 また、発行体からアナリスト等の関係者に対して一律送付された情報に「未公表の決算期の業績に関する情報」や「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」が含まれる場合に、本ガイドラインにおいて必ずしも今後の送付を謝絶することを求めているわけではありませんが、当該情報は本ガイドラインに基づき適切に管理する必要があると考えます。
19	■アナリストによる発行体からの情報取得に関する留意事項について ◆取材を禁ずる「情報」の定義を必要最低限な範囲に限定して明示することを要望 ガイドライン（案）3.①②③では、いわゆる決算公表前のプレビュー取材に限らず、年間を通じて、会社が発表する決算実績や業績予	不公正な選択的情報伝達行為となりうる情報は、必ずしも「集計中あるいは集計済みの未公表の業績」の範囲に限られないと考えられることから、「未公表の決算期に係る業績に関する情報」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」を発行体へ

項番	意見・質問	考え方
	想の内訳等の他は、業績の進捗状況など業績に関する情報の取材は行わないこととされています。ここで「明らかに業績とは無関係な情報」「業績以外に関する定性的な情報」は取材してもよいこととされています。しかし、「明らかに業績とは無関係な情報」「業績以外に関する定性的な情報」とは何かについて、個別具体的な定義は容易でなく、アナリストが過度に委縮して、企業業績に関する分析が弱体化してしまうことが懸念されます。また対象とする情報の定義に「重要情報」という言葉が用いられており、その指すところを読み取るのが難解で、このようなガイドラインが制定されていることを知り、企業側がやみくもに対話に応じなくなることも懸念されます。 実際の行為として問題となったのは、「直接、会社から集計中あるいは集計済みの未公表の業績数値を聞き出し、特定の顧客に伝達する」行為だと考えますので、取材をするべきでないとされる「業績に係る情報」の定義は必要最低限な範囲で明示し、企業・アナリスト双方が過剰な反応をしないような配慮を要望します。 セルサイド・アナリストの取材が禁止される情報は、バイサイドの投資家においても取得することが望ましくないものと考えられることから、アナリストの取材活動が過度に規制されることがないようなガイドラインの設定を期待します。	の取材等の制限及び選択的な情報伝達の制限対象としております。 アナリストが過度に委縮し企業業績に関する分析が弱体化してしまうことのないよう、本ガイドラインでは考え方及び具体例を詳細に記載しておりますので、協会員各社において、本ガイドラインを踏まえ、取材等により取得することが可能な情報の具体的な基準や例を定め、アナリストに周知徹底する必要があると考えます。それらが適切に実施されることにより、アナリストの取材等が過度に委縮することなく、また、アナリストが取材等する内容は発行体としても回答できることとなり、発行体による情報開示の委縮も生じないと考えます。 なお、本ガイドラインにおける「重要情報」は、規則第8条で規定するとおりです。
① アナリストによる「未公表の決算期の業績に関する情報」の発行体への取材等について		
全体		
20	一部の業界では、変動が激しい、あるいは為替やマクロ要因による利益の影響が大きく	ご意見の「アナリスト説明会等」が何を指すかが必ずしも明確ではありませんが、「広

項番	意見・質問	考え方
	通期の会社予想を公表することができない、などの理由ため、決算説明会の場で足元の状況をコメントするなどの慣行のある発行体があります。このようなアナリスト説明会等で説明を受けた内容（足元の状況）であったとしても、未公表の決算期の業績に関する情報は定量も定性も一切事後取材は不可という考え方でしょうか。	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」であれば、「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」を取得することは可能です。なお、「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」への対処の考え方については、各社において適切に定めていただくものと考えます。 なお、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場合における、当該情報の伝達の考え方については、本ガイドラインの4. をご参照ください。
21	（意見） ・売上高、営業利益等の水準を示唆することも含め業績に直結する情報の取得は禁止されて当然であるが、それを予想する上での前提となる周辺情報まで、取得を制限するのは誤り。 （理由） ・精度の高い業績予想をする上で、周辺情報の取得は必要である。周辺情報をもとに精度の高い業績予想を行なえるかがアナリストの力量である。	「周辺情報」が何を指すかが必ずしも明確ではありませんが、それらが、「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」に該当しないのであれば、取材等による取得は可能であり、それらの情報を用いてアナリストが分析、評価等を行うことはアナリスト本来の業務であり、本ガイドラインにおいてそれを妨げるものではありません。
1 点目		
22	「未公表の決算期（四半期・通期）」とあるが、例えば第2四半期決算まで公表されているときに、第2四半期までの業績を基に通期の業績について取材することは、「未公表の	ご質問の趣旨が必ずしも明確ではありませんが、本ガイドラインにおいて取材等により取得しないこととしているのは、「未公表の決算期の業績に関する情報」及び「未公表

項番	意見・質問	考え方
	決算期の業績を容易に推測できる情報」でなければ取材を行うことはできるという理解でよいか。	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」です。ご質問の通期の業績についての取材は、「未公表の決算期の業績に関する情報」の取材にほかなりませんから、取材等を行うことはできません。
3 点目		
23	例えば、期中に発行体に関するニュースが出たためその真偽を確かめるために事業会社に連絡をとる、熊本地震のような災害の後に発行体とその影響を聞く、メディアでの報道に対する発行体へのヒアリング、様々な取材の結果アナリストが導き出した結果について発行体と議論を持つ、などの行為は、「未公表の決算期に係る業績に関する情報」を取得するために行うものではないが、結果として「未公表の決算期に係る業績に関する情報」や、「未公表の決算期に係る業績以外に関する定量情報」を取得してしまう可能性もあると考えられる。このような場合も、重要情報に該当する疑いのある情報を取得した場合は速やかに管理部門に報告して指示を仰ぐ態勢を構築しておれば、発行体との取材自体が制限されるものではないとの理解でよいか。	ご理解のとおり、例えば、期中に発行体に関するニュースが出たため、その真偽を確かめるための発行体への取材等や熊本地震のような災害の後における発行体への取材等については、公開・公知となっている情報の取材等であることから、一律に禁止するものではありません。 ただし、その影響として、公開・公知となっていない「未公表の決算期の業績に関する情報」や「未公表の決算期の業績を容易に推測できることとなるもの」を取材等することはできません。 なお、発行体に関するニュースについての取材等を通じて、アナリストが未公表の決算期の業績に関する情報及び法人関係情報等の管理すべき重要情報を意図せず取得してしまった場合は、情報管理及び伝達の段階で適切に管理することが必要です。
24	(意見) ・外部要因に急激な変化が生じたとき、その影響について発行体に取材等を行い情報を取得することは認められないとの記載と認知されるが、それは認めるべきと考える。 (理由) ・その影響について発行体から情報を得られないのであれば、アナリストは最新の有用なレポートを作成できなくなる。そうした取材	

項番	意見・質問	考え方
	も制限されると、株価の乱高下を招くことになる。	
4 点目		
25	内訳には為替前提や為替感応度が含まれると理解してよいか。 また、ウェブサイトや会社からの送付資料で開示されている、公表された月の月次売上高の内訳（客数、客単価、販促動向など）も取得、かつ重要情報に該当せず過去に発行したレポートの内容と変更が生じない場合は、発信して良いとの理解でよいか。	公開・公知となった情報の「内訳」を取材等して良いとしたのは、その行為により「未公表の決算期の業績に関する情報」を取得することには直接つながらないと考えたためです。 よって、公開・公知となった情報の「前提」についても、それを取材等することにより、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が取得されることとなるかどうかで個別に判断いただくべきものと考えます。なお、ご質問の為替前提等が公開・公知情報の環境認識に留まるものであれば、取材等は可能と考えます。 また、情報発信については、本ガイドラインの項番 4.以降の内容を踏まえご対応いただきたいと考えます。
26	ガイドライン 3-①に未公表情報のうち公開・公知となったもの及びその内訳は取材等により取得しても良いとあるが、公開・公知となっていないが多くのセルサイドアナリストに提供される月次情報に対しても同様に内訳を取材等することは問題ないと判断して良いか	「多くのセルサイドアナリストに提供される月次情報」が何を指すかが必ずしも明確ではありませんが、当該情報が未公表の決算期の業績に関する情報を容易に推測するための深耕となる情報であれば、その内訳等を取材等することは適当ではありません。
27	「未公表情報のうち公開・公知となったもの及びその内訳」は取材等による取得は可能となっているが、その直後のただし書きにおいて、「公開・公知となった情報の深耕となる情報」は取材等しないように記載されており、両者の違いが分かりづらいために誤解が生じたり過度の萎縮が起きたりするおそれ	「内訳」及び「深耕」のそれぞれについて例示のうえ記載しており、両者の違いについては明確であることから、ご指摘のような誤解や過度の萎縮が生じることは考えにくく、ただし書きの削除は不要であると考えます。

項番	意見・質問	考え方
	があるため、ただし書きは削除するべきと考える。	
28	仮に未公表の決算期の業績に関する情報を取得した場合にはその後の社内管理を行うことを前提として、「未公表情報のうち公開・公知となったもの」であれば取材等には制約を設けないという運用を行うこととして問題はないか。	「未公表情報のうち公開・公知となったものの及びその内訳」については、取材等による取得について特段の制限は不要ですが、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を取材等しないよう留意する必要があると考えます。
29	(意見) ・例えば、未公表の決算期の月次売上高などの数値が公開・公知されている場合はこの例外に該当するのか。また、その変動要因などを取材等で聞くことは未公表の決算期の業績を容易に推測するための行為に該当するのか。 (理由) ・例外の線引き、留意内容が分かりにくい。	公開・公知となった情報及びその内訳を取材等により取得することは可能です。 なお、公開・公知となっている情報であっても、「その変動要因など」が未公表の決算期の業績に関する情報を容易に推測するための深耕となる情報に該当すると考えられるのであれば、取材等をしないこととする必要があると考えます。
② アナリストによる「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」の発行体への取材等について		
30	(意見) ・発行体からの情報について、未公表の決算期の「業績以外に関する定量的な情報」や「業績以外に関する定性的な情報」と区分けし、取材の適否を記載しているが、その区分けはあいまいである。 (理由) ・その区分けに関し、アナリストによってはその判断は異なる可能性がある。	定量的な情報と定性的な情報の区分けは、数値情報であるかどうか等によりご判断いただくものであり、すでに本ガイドラインにおいて明確であると考えます。 ご意見のように、アナリストによって判断が異なるという状況が生じていたと思われることから、本ガイドラインで明確化するために策定しております。ガイドラインの内容や趣旨を十分にご勘案のうえ、社内で具体例や具体的な基準を設ける等の態勢を構築していただき、アナリストによって判断が異なるということのないようにしてください。
31	(意見) ・また「業績以外に関する定量的な情報」の	ご意見のように、アナリストの主観に依存した区分により、アナリストによって情報の

項番	意見・質問	考え方
	うち業績が容易に推測できるものは取材しないと規定しているが、推測が容易か否かも主観的と言わざるを得ない。 (理由) ・アナリストの主観に依存した区分は避けてもらいたい。混乱をきたすことになる。	重要性の判断が異なるという状況が生じていたと思われることから、本ガイドラインで明確化するために策定しております。ガイドラインの内容や趣旨を十分にご勘案のうえ、社内で具体例や具体的な基準を設ける等の態勢を構築していただき、アナリストの主観によって判断されることのないようにしてください。
● 通期・中期計画		
32	多くの上場企業が半期の会社計画を短信で発表しており、また半期ベースで会社プレゼン資料等の開示も多いが、半期ベースについてはどのように対応したら良いか。	公表された半期・四半期の会社計画（会社業績予想）または修正して公表された会社計画（会社業績予想）の内容は、未公表の決算期の業績情報ではないことから、本ガイドライン記載の a) から c) に掲げる内容については、取材等を行うことは可能と考えます。 ただし、その場合には、取材等時点における四半期の業績実績が積み上がっていることに留意して、未公表の決算期の業績を容易に推測できる情報等を取材等しないよう留意する必要があります。 また、修正が公表された計画の範囲（四半期のみ、半期まで、通期を含む全計画等）やその内容によっては、公表された修正内容への追加質問等が、公表されていない内容を容易に知るための深耕となり、結果として未公表の決算期の業績に関する情報を取得する行為となるおそれもありますから留意が必要です。
33	上期計画の取材も通期計画同様取材しても問題ないか。 翌四半期しかガイダンスを出さない企業の場合にはどのように対応したら良いか。例えば米国で上場している子会社がある場合、その子会社は翌四半期についてしかガイダンスは出さないが、そのような通期計画がない場合は四半期・半期ベースの取材は可能か。	公表された半期・四半期の会社計画（会社業績予想）または修正して公表された会社計画（会社業績予想）の内容は、未公表の決算期の業績情報ではないことから、本ガイドライン記載の a) から c) に掲げる内容については、取材等を行うことは可能と考えます。 ただし、その場合には、取材等時点における四半期の業績実績が積み上がっていることに留意して、未公表の決算期の業績を容易に推測できる情報等を取材等しないよう留意する必要があります。 また、修正が公表された計画の範囲（四半期のみ、半期まで、通期を含む全計画等）やその内容によっては、公表された修正内容への追加質問等が、公表されていない内容を容易に知るための深耕となり、結果として未公表の決算期の業績に関する情報を取得する行為となるおそれもありますから留意が必要です。
34	明らかに業績とは無関係なものの例として、通期・中期計画（会社業績予想を含む）の記載がありますが、四半期や上期・下期などの半期の会社予想も同様という理解でよろしいでしょうか。通期の会社計画を公表せず、四半期や半期のみ公表している会社も存在するためです。	公表された半期・四半期の会社計画（会社業績予想）または修正して公表された会社計画（会社業績予想）の内容は、未公表の決算期の業績情報ではないことから、本ガイドライン記載の a) から c) に掲げる内容については、取材等を行うことは可能と考えます。 ただし、その場合には、取材等時点における四半期の業績実績が積み上がっていることに留意して、未公表の決算期の業績を容易に推測できる情報等を取材等しないよう留意する必要があります。 また、修正が公表された計画の範囲（四半期のみ、半期まで、通期を含む全計画等）やその内容によっては、公表された修正内容への追加質問等が、公表されていない内容を容易に知るための深耕となり、結果として未公表の決算期の業績に関する情報を取得する行為となるおそれもありますから留意が必要です。
35	会社が 1Q 決算発表時点で上期のみ業績予想修正を公表したと仮定すると、1Q 決算発表後なので自動的に 2Q の業績予想は計算で判明してしまいます。このような場合でも、修正された会社計画について a) ～ c) に記載されているような前提条件などは取	公表された半期・四半期の会社計画（会社業績予想）または修正して公表された会社計画（会社業績予想）の内容は、未公表の決算期の業績情報ではないことから、本ガイドライン記載の a) から c) に掲げる内容については、取材等を行うことは可能と考えます。 ただし、その場合には、取材等時点における四半期の業績実績が積み上がっていることに留意して、未公表の決算期の業績を容易に推測できる情報等を取材等しないよう留意する必要があります。 また、修正が公表された計画の範囲（四半期のみ、半期まで、通期を含む全計画等）やその内容によっては、公表された修正内容への追加質問等が、公表されていない内容を容易に知るための深耕となり、結果として未公表の決算期の業績に関する情報を取得する行為となるおそれもありますから留意が必要です。

項番	意見・質問	考え方
	材可能という理解でよろしいでしょうか。	
36	会社が上期の業績予想を修正し、通期を据え置いた場合、例えば上期が減益修正とすると、自動的に下期は増益となります。その場合、上期・下期それぞれの前提条件において、期初計画とどの部分が変わったのか等を聞くことは取材可能な範囲という理解でよろしいでしょうか。	
37	(意見) 進捗を聞かなければ、会社計画の詳細や前提について、細かくヒアリングしても問題ないか。その場合、上期や通期の会社計画の前提や詳細として、第1四半期では会社はこのくらいの利益を考えている等(Q1 予想が公表されていない場合)、の議論をしてもよいか。 (理由) 会社計画の詳細の確認が許される範囲について、確認するため。	ご質問の例を含めて、3. ②に示した事例及び考え方に即して個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えます。なお、ご質問のケースでは、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ります。
38	(意見) 会社が業績予想を公表していない場合、終わった第1四半期の決算説明会や電話会議において、社内計画と比べて第1四半期の実績はどういう進捗であったのかという質問は、終わった期の決算についての議論として可能と考えてよいか(例えば、終わった第1四半期の実績が社内計画に対して大きく上振れたケースや大きく下振れたケースでは、上半期の会社計画に対して未達になりそうとか、上回りそう等の可能性を類推できてしまうケースもある、そのことについて議論をしなければよいと考えてよいか)。 (理由) 公表された決算期の業績の進捗について、未公表の会社計画との比較について質問して	個別事例ごとに実態に即して実質的に判断すべきものと考えますが、事例のケースにおいて、当該質問により未公表の決算期(通期・半期)の業績に関する情報が容易に推測できることになるのであれば行うべきではないと考えます。

項番	意見・質問	考え方
	よいか、確認するため。	
39	本ガイドラインは、企業の今期の進捗についての取材を禁ずるのが趣旨と理解していますが、今期会社予想の前提の詳細を聞くことは、本ガイドラインに抵触するのでしょうか。会社予想として、明らかに過大な業績予想を行っているケースが散見されますが、その場合、会社計画の詳細を取材時に聞いてはいけないのでしょうか。	ご質問の趣旨が定かではありませんが、例示のとおり「明らかに業績とは無関係なもの」については、取材等による取得を制限するものではありません。 なお、発行体による会社業績予想に対して取材が可能な範囲はガイドラインに示すとおりです。
40	通期・中期計画の前提条件として、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いう考え方が示されていますが、これらについてはa)～c)にあるような前提条件等を詳細に取材を行っても、報告・管理を行わなければならないような情報には該当しないという理解でよろしいのでしょうか。	ご意見の箇所については、アナリストが取材等により取得することが可能と考えられる情報を例示したものであり、当該情報を取得した場合の報告・管理の考え方を示すものではありません。報告・管理については本ガイドラインに基づき適切に実施していただく必要があります。
41	（意見） 環境認識についての取材は、「通期・中期計画（会社業績予想を含む）内容」に限定しなくてもよいのではないかな。 （理由） 環境認識については、通期・中期計画の内容に限定せずとも、必ずしも業績を容易に推測できるとは限らないため、限定する必要はないと考える。	ガイドラインの当該部分は、通期・中期計画（会社業績予想を含む）の内容に対して取材等を行ってよいと考えられるものの例示であります。 それ以外の場合における、「環境認識」についても、本ガイドラインの趣旨に照らして、当該取材等が未公表の決算期の業績に関する情報を取得するためのものでなければ、取材等することができます。
● 将来予想		
42	（意見） 「ただし、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数値若しくはそれらを容易に推測できる情報を取得することに繋がるおそれが大きいと、取材等をしないこととする。」	本ガイドラインの当該記述部分は、あくまでも、アナリストによる「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」の発行体への取材等についての考え方を述べているところであり、来期会社計画（会社業績予想を含む。）が、今期（未公表の決算期）の業績に関する情報を前提としないことが想定しに

項番	意見・質問	考え方
	とあるが、第4四半期決算と会社業績予想が同時に公表されとは限らず、むしろ来期会社計画（会社業績予想を含む。）の未公表の数値を取得することを制限する趣旨とすべきであることから、 「ただし、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、未公表の来期会社計画（会社業績予想を含む。）の数値が固まってきている時期であることから、当該数値若しくはそれらを容易に推測できる情報を取得することに繋がるおそれがあるため、取材等をしないこととする。」 とすべきと考える。 （理由） 当該箇所で取材等を制限する趣旨は、むしろ未公表の来期会社計画（会社業績予想を含む。）の情報の取得を制限する趣旨であると考えられるため。 （ガイドライン案のように、今期業績の具体的な数値を容易に推測できる情報を取得することに繋がることを理由にすると、例えば、第4四半期終了後で通期決算公表前の4月に、通期予想の修正が公表された場合、終わった今期の業績数値は実質的に公開・公知となっているため、来期会社計画を取材等してはならない理由がなくなってしまう。）	くいことから、第4四半期以降には一律に取材等しないこととしています。よって、ガイドラインの記述は原文のままいたします。 また、ご意見のとおり、未公表の来期会社計画（会社業績予想を含む。）の情報そのものが、法人関係情報に該当する、またはそれを含むおそれがある場合を含めて、重要情報となることが考えられますので、その観点からも当該情報を取材等することは適当ではないと考えます。なお、仮に意図せず取得してしまった来期計画に関する情報が重要情報に該当する場合には、厳格な管理が求められます。
43	（意見） 年度の後半になると、来年度の業績そのものではないが、来年はこんな増益要因があり、減益要因があるといった議論をすることがありうる。このような議論は例えば3月期通期決算の会社の場合、12月末までは議論できるが、1月になったら議論できなくなると	

項番	意見・質問	考え方
	いう理解でよいか。 (理由) 将来予想の第4四半期以降の取材等の制限について、左記のような場合の考え方を確認するため。	
44	将来予想については、第4四半期以降は取材しないこととしていますが、これは、今期業績の推測につながるおそれがあるためなので、会社の業績予想の推知に繋がらない内容であれば、考え方や方針程度を取材することは問題ないという理解でよろしいでしょうか。	
45	「通期・中期計画（会社業績予想を含む）の内容であって、以下に掲げるもの」の記載について、a)～c)を先に記載し、その後に「ただし、」で繋げた方が読みやすいと思われる。	当該記述は、ただし書き部分が重要なポイントであると考えますので、記載順は原文のままいたします。
46	第4四半期になるとアナリストは何も聞かない事が想定されているのか。本ガイドラインが、発行体への取材を一律に禁止するものではなく、未公表の決算期の業績に関する情報を取得する目的での取材等を制限する趣旨であると考えれば、アナリストが意図せず重要情報を取得してしまった場合に管理部門に報告する態勢を整えていれば、第4四半期であっても来期会社計画(会社業績予想を含む)や、第4四半期の業績の進捗や見通しを取得する事を目的とした取材以外であれば可能であると考えてよいか。	ガイドラインに記載のとおり、来期会社計画（会社業績予想を含む。）について、第4四半期以降は取材等しないこととしているものであり、第4四半期におけるアナリストの発行体への取材を一律に禁止するものではありません。
2 点目		
47	「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は」とあるが、「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	ご指摘のとおり修正いたします。

項番	意見・質問	考え方
	ものを取得した場合は」の誤りではないか。	
4. 発行体から取得した未公表情報の管理及び投資者等への伝達の考え方		
① 発行体から取得した未公表情報の管理		
3 点目		
48	ガイドライン 4-①および 4-② b)に、「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」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あるが、3-②やポンチ絵 6P の趣旨から判断して「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」が対象であると思われる。そうであれば明確化のために 4-①および 4-②も「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」という表記に訂正をお願いしたい	ご指摘を踏まえ修正いたします（4. ② 6 点目 b)において同じ）。
49	「発行体から取得した情報が「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。」とあるが、「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」については、3. ②に鑑みれば、そのうち「業績が容易に推測できることとなるもの」に限定するべきと考える。	
50	上記に関わらず、発行体から取得した情報が「未公表の決算期に関する情報」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ありますが、このうち、「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」は明らかに業績と無関係なものなど、取材してもよいと考えられるものは報告の対象外という理解でよろしいで	「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」については、対象外であるものが明らかになるよう、「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」と修正いたします。 「また、それ以外の情報は全て重要かどうかの判断をする前に必ず報告しなければならないという理解でよろしいでしょうか。」

項番	意見・質問	考え方
	しょうか。また、それ以外の情報は全て重要かどうかの判断をする前に必ず報告しなければならないという理解でよろしいでしょうか。	については、ご質問の趣旨が必ずしも明確ではありませんが、4. ①において報告の対象としているのは、取得した情報が重要情報、「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」のいずれかに該当する場合です。
② 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		
全体		
51	(意見) 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とそれ以外の手段により伝達する場合の分類ではなく、「レポートへの記載を含め、一切の伝達が禁じられる情報」についての記載と、「選択的伝達のみが禁じられる情報」についての記載に分類し直してはどうか。 (理由) 禁止事項が分かりにくいため。	当該箇所は伝達的手段により考え方を示すものであり、また、続く5. においてはアナリスト・レポート以外の手段による情報伝達行為に係る考え方を示していることから、原案における分類が適当であると考えます。
6 点目		
52	a) 及び b) は、アナリスト・レポート発行後に、本来記載すべきでない情報であるか又は判断に迷う場合に管理部門への審査義務を規定するものとなっているが、そのような情報は発行前に報告すべきものであるので、a) 及び b) の冒頭の「アナリスト・レポートに記載された」は「アナリスト・レポートに記載しようとしている」等に修正すべきと考える。	ご指摘を踏まえ、「公表等前のアナリスト・レポートに記載された」と修正いたします。
53	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	「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」について、対象外であるものが明らかになるよう、「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

項番	意見・質問	考え方
	績以外に関する定量情報」である場合とありますが、このうち「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」は明らかに業績と無関係なものなど、取材してもよいと考えられるものは管理部門による審査の対象外という理解でよろしいでしょうか。	推測できることとなるもの」と修正いたします。
54	「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」とあるが、「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」については、3. ②に鑑みれば、そのうち「業績が容易に推測できることとなるもの」に限定するべきと考える。	
55	b)についても、a)及びc)と同様、「に該当するか否か判断に迷う場合」ではないか。	ご指摘のとおり修正いたします。
56	(意見) 「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<u>ものが</u>「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」が重要情報に該当するか否か判断に迷う<u>である</u>場合」のように下線部分を訂正していただきたい。 (理由) 原文では、未公表の決算期の業績に関する情報は、アナリストレポートに記載する場合はすべて管理部門が審査をしなくてはならないと読めるが、当該情報は必ずしも管理部門が審査しなくてはならないわけではなく、各社の管理体制により審査担当者が審査を行うことも可能である、との理解である。特に意図せず受領した未公表の決算期の業績関	

項番	意見・質問	考え方
	連情報で、重要情報に該当しない場合は、審査担当者の審査により、アナリストレポートへ記載が可能と考える。法人関係情報等と同様に、重要情報に該当するか否か判断に迷う場合のみ管理部門に審査を依頼することで足りるのではないか。	
その他		
57	(意見) 足元の業界全体の環境について会社と議論をすることは可能か。例えば、3月期通期決算の会社で、7月にはいつてからの業界全体の需要動向などをヒアリングすることは問題ないか。 (理由) 業界全体の環境について会社と議論することが可能かどうか、確認するため。	一般的には業界全体の環境について取材等を行うことを排除するものではないと考えます。ただし、当該業界の特性や同業他社の公表又は公開・公知情報等により、当社との議論によって当社の未公表の決算期の業績が容易に推測できる状況である場合には行うべきではないと考えます。
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		
全体		
58	■アナリストによる情報伝達行為に関するガイドラインについて ◆アナリストと投資家とのコミュニケーションを妨げないことを要望 当ガイドラインは、セルサイド・アナリストの顧客（＝投資家等）に対する情報伝達は、アナリスト・レポートに記載された内容に関するものでなければ、それが短期の業績に関することであれ、長期の分析・評価であれ、顧客に伝達することは認められないという規定になっていると考えられます。 アナリストが上場会社から未公表の決算に関する情報を入手して、それを特定の顧客に伝達するといった行為が禁止されることは当然ですが、アナリストと投資家とのコミュニケーションが過度に委縮したり制限され	本ガイドラインでは、いわゆる早耳情報の提供といった不公正となり得るプラクティスを防止し、アナリストの適切な情報伝達を促進することを意図しており、それに資するため、伝達が可能と考えられる情報を参考として記載しております。 よって、本ガイドラインの考え方及び参考例をもとに、各社において、アナリストが行っても良い行為の基準や具体例を整理し、アナリストに周知徹底することが肝要であると考えます。 また、ご意見をいただきました各項目についての考え方は以下のとおりです。 ① 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については、5. ③に記載のとおり

項番	意見・質問	考え方
	たりすることが無いように、慎重な配慮と運用を望みます。 実際にバイサイドの投資家がアナリストと意見交換を行おうとする際に、例えば以下のような懸念があると考えます。 ① アナリストが担当企業の全社について、中長期の業績見通しを含めて、あらゆる情報をレポートに記載していると想定することは非現実的です。一方で投資家はさまざまな関心事項を持っており、セルサイド・アナリストに質問を投げかけます。(例えば、レポートには今来期の業績予想のみが記載されている場合に中長期(3～5年後)の見方についての質問など) その場合に、もしアナリストが「レポートに書いていないことについて意見は言えない」ということでは、投資家のニーズに応えることができず、アナリストの分析能力の低下を招くのではないかと考えます。 ② ある運用会社では、セルサイド・アナリストとのミーティングに際して、自社の運用上関心の高い事項を事前に伝えて、アナリストに準備をしてもらいディスカッションするという方法をとっている。この場合、当然、アナリストの公表済みレポートには記載されていない事項も含まれる場合があるが、アナリストがディスカッションに参加できないということにならないか。 ③ 突発的な事象、事件が起こった場合に、アナリストの見解の迅速な提供が行われない可能性も懸念される。 以上に関して、ガイドラインの参考「アナリストがレポート以外の手段によって特定の投資者等に選択的に情報伝達を行うことが可能であると考えられる情報の具体例について」で示された具体例のいずれかに該当す	りです。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については、例外的に、特定の投資者等に選択的に伝達することが認められるとしております。 一方で、公表等済みのアナリスト・レポートの内容と矛盾するような内容の情報を、一部の投資家に選択的に伝達することは、市場の透明性・公正性の確保の点から、行うべきではないと考えます。 また、本ガイドラインはアナリストがアナリスト本来の業務として、分析、評価等の作成に注力することを目指しておりますので、ご懸念のようなアナリストの分析能力の低下は生じないと考えます。 ② 本ガイドラインにおいて、アナリストが顧客等とのディスカッションに参加することを妨げるものではありません。ただし、公表等済みのアナリスト・レポートの内容と矛盾するような内容の情報を、一部の投資家に選択的に伝達することは、市場の透明性・公正性の確保の点から、行うべきではないと考えます。そのような場における情報伝達行為につきましても、本ガイドラインの考え方及び参考例をもとに、適切に行っていただく必要があると考えます。 ③ 突発的な事象が発生した場合、5. ⑥に記載のとおり、当該事象がアナリスト・レポートの分析・評価と異なる内容

項番	意見・質問	考え方
	るという解釈であれば、投資家としては従来通り、セルサイド・アナリストとのコミュニケーションをとることができると思われます。 ◆アナリストが「行ってよい行為」の明確化を要望 しかしながら、禁止行為が列挙されている形のガイドライン（案）では、アナリストも企業のIRサイドも委縮してしまい、円滑な対話が成り立たない可能性が高いのではないかと懸念されます。むしろ、アナリスト活動として「行ってよい行為」をもっと明確にする必要があるのではないのでしょうか。具体的には、 ・企業価値の創造に関わる多様で具体的な議論は企業サイドと大いにやってよい。その場合、議論の材料について特に制約を加えるものではない。 ・短期の決算予測情報ではない定性的な変化については、足元の実績を踏まえて、将来について大いに議論してよい。実際に起きている変化、それが意味するものについての仮説検証的な議論は、企業の価値分析と将来の方向性を予測するうえで必須であり、その追及は求められる姿勢である。 ・中長期アナリスト・レポートをしっかりと書き、自らの意見をまとめておけば、それを踏まえて、投資家と自由に議論してよい。投資家のニーズは多様である。ニーズに沿った仮説の検証やシミュレーションは、アナリストのメインシナリオと違った、第2、第3のシナリオとしてありうる。アナリスト・レポートにすべてを書いておくことはできないので、自らのリスクシナリオとは別に、投資家のニーズに従った投資アイディアの議論は	であったとしても、アナリストの分析、評価等を含まない事実の説明は認められます。

項番	意見・質問	考え方
	談論風発してよい。 このようなポジティブな活動指針を明示的に盛り込んでいただくことを要望します。	
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		
2 点目		
59	(意見) 当該項目は削除した方がよいと考える。 (理由) レポート作成に使用する・しないに関わらず、レポートの内容と矛盾がある内容は選択的に伝達すべきではない。当該2点目の趣旨は1点目の考え方で満たしているため、削除した方がよいと考える。	1点目はアナリスト・レポートの作成に利用した情報の取扱いについて、2点目は使用しなかった情報の取り扱いについての考え方を記載していることから、明確化の観点から原案どおりとさせていただきます。
3 点目		
60	当該表現については「既に公表されたアナリスト・レポートの説明であることから」の主語が無く説明が若干省略されていてわかりづらいため、「本項目は、既に公表されたアナリスト・レポートに記載された分析、評価等の説明についての取扱いを論じていることから、」としてはどうか。	ご指摘の箇所はタイトルである「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」及び枠内を受けたものであることから、ご指摘の趣旨はすでに明らかであると考えますが、よりわかりやすくするため文頭に「本行為は」を挿入いたします。
61	(意見) 「既に公表等されたアナリスト・レポートの説明であることから、当該アナリスト・レポートの公表等以降に…」 の斜線部分は削除した方がよいと考える。 (理由) 文脈が分かりにくく、不要と考えるため。	
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		
1 点目		
62	例えば発行済レポートに記載の売上予想について、その分析の背景・補足説明を投資家に伝達する際、売上予想算定の元として、発行体の売上に影響がある取引先企業(アナリ	ご指摘の箇所は基本的な考え方を示したものです。ご質問の事例を含め、顧客等に伝達しようとする情報が、公表済みのアナリスト・レポートの作成に使用した資料に該当す

項番	意見・質問	考え方
	ストは当該企業カバーしていない)の特定の製品に関するアナリストが試算した売上見込みが組み込まれている場合、その情報を投資家に伝達することは可能か。 また、このような情報がアナリストの分析の元となったモデルに組み込まれている場合、そのモデルを送付することは可能か。	るかどうかや、当該情報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かどうかについては、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えます。
2 点目		
63	(意見) 当該項目は削除した方がよいと考える。 (理由) レポート作成に使用する・しないに関わらず、レポートの内容と矛盾がある内容は選択的に伝達すべきではない。当該2点目の趣旨は1点目の考え方で満たしているため、削除した方がよいと考える。	1点目はアナリスト・レポートの作成に利用した情報の取扱いについて、2点目は使用しなかった情報の取り扱いについての考え方を記載していることから、明確化の観点から原案どおりとさせていただきます。
3 点目		
64	(意見) 「既に公表等されたアナリスト・レポートの説明であることから、当該アナリスト・レポートの公表等以降に…」の斜線部分は削除した方がよいと考える。 (理由) 文脈が分かりにくく、不要と考えるため。	ご指摘の箇所はタイトルである「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」及び枠内を受けたものであることから、ご指摘の趣旨はすでに明らかであると考えますが、よりわかりやすくするため文頭に「本行為は」を挿入いたします。
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		
2 点目		
65	「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は、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と考えられる。」とあるが、例えば、アナリストは為替を105円として分析したレポートを発行していたところ、投資家から95円ではどうかと聞かれたような場合、ロジックや分析手法を崩さない範囲で話すことは	本項及び参考3.②並びに③の考え方を踏まえ、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えますが、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、仮定の条件のもとで行った計算の結果であり、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ものではない場合には、特定の

項番	意見・質問	考え方
	許容されると考えてよいか。	投資者等に選択的に伝達することは認められると考えられます。
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		
3 点目		
66	「コメントは認められない」とありますが、「選択的な伝達を認めない」という趣旨であることから、レポートの発行を通じてコメントはできるという理解でいいのでしょうか。	本項目は枠内のとおり、「特定の投資者等に選択的に伝達すること」について記載しております。アナリスト・レポートの公表等を行うことについては、規則及び本ガイドラインの考え方を踏まえ、適切に実施いただく必要があります。
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		
全般		
67	ガイドライン 5-⑤からみると、公開・公知となっていないが多くのセルサイドアナリストに提供される月次情報(売上、受注など)については、法人関係情報該当性などの審査を経た上でアナリスト・レポートとして投資家へ提供することは問題ないと判断して良いか	「公開・公知となっていないが多くのセルサイドアナリストに提供される月次情報(売上、受注など)」のアナリスト・レポートの公表等による顧客等の伝達については、当該月次情報の法人関係情報への該当性を含めて、規則に基づき各社において適切に行う必要があると考えられることから、一律に問題ないと判断できるものではないと考えます。
68	アナリストは自身の意見を全く含まない議事録・取材メモ・月次情報等を顧客に提供する場合がある。その場合当該プロダクトはアナリスト・レポートには該当しないと考えられる。但しガイドライン 4-③や 5-⑤から投資家へ提供する前に事前に審査は必要と考えるが、審査後の議事録・取材メモ・月次情報等はアナリスト・レポートには該当しないため web 等での公表は行わない一方、選択的 情報提供を避けるため必要とする複数の投資家へ一斉送付する形で情報提供を行うことは問題ないと判断して良いか	本ガイドラインでは、未公表の決算期の業績に関する情報等の選択的提供を行わないこととしています。 「議事録・取材メモ・月次情報等」の内容が必ずしも明確ではありませんが、アナリスト・レポート以外の手段によって顧客等へ情報伝達を行う場合には、送付する投資家の数の多少に関わらず、特定の投資者等に選択的に伝達する行為として、情報の内容をよく確認したうえで本ガイドラインに基づき適切に実施していただく必要があると考えます。 特定の投資者等に選択的に伝達する行為を避けるためには、アナリスト・レポートの

項番	意見・質問	考え方
		公表等によって情報伝達を行う必要があります。
1 点目		
69	(意見) 「特に、<u>未公表の決算期の業績</u>に関する定量情報・定性情報については、…」のように下線部を追加すべきと考える。 (理由) 選択的伝達が認められない情報の内容を明確にするため。	ご指摘を踏まえ修正いたします。
2 点目		
70	(意見) 「また、<u>未公表の決算期の業績以外</u>に関する定量情報が、…」のように下線部を追加すべきと考える。 (理由) 選択的伝達が認められない情報の内容を明確にするため。	ご指摘を踏まえ修正いたします。
71	「業績以外に関する定量情報」はすべて選択的に伝達することが認められないということか、それとも、「業績以外に関する定量情報」のうち「投資者等に業績の進捗や着地見通しを示唆する場合」には選択的に伝達することが認められないという趣旨であるか。	ガイドラインから明らかなとおり、「業績以外に関する定量情報が、投資者等に業績の進捗や着地見通しを示唆する場合」について記載しております。
3 点目		
72	「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」の解釈としては、当該情報を伝達する場合には同じ内容の情報を伝達することが求められているのであって、当該情報を欲していない顧客に対してまで当該情報を伝達する必要はないと理解してよい。	ご指摘の箇所は、「特定の投資者等に選択的に伝達する」場合について記載しております。
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、		

項番	意見・質問	考え方
評価等と異なる内容を伝達する行為		
2 点目		
73	「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」の解釈としては、当該情報を伝達する場合には同じ内容の情報を伝達することが求められているのであって、当該情報を欲していない顧客に対してまで当該情報を伝達する必要はないと理解してよいか。	ご指摘の箇所は、「特定の投資者等に選択的に伝達する」場合について記載しております。
3 点目		
74	(意見) 「<u>未公表の決算期の業績</u>に関する定量情報・定性情報に対する分析、評価等については、…」のように下線部を追加すべきと考える。 (理由) 選択的伝達が認められない情報の内容を明確にするため。枠内のガイドラインでは「公開・公知となっているか否かを問わず」ということが前提となっているため、業績について限定する必要があると考える。	ご指摘を踏まえ修正いたします。 なお、5. ⑥においては、業績に関する情報が公表済みの決算期に関するものであったとしても、一律に「特定の投資者等に選択的に伝達することは認められる」わけではありません。
4 点目		
75	(意見) 「<u>未公表の決算期の業績以外</u>に関する定量情報に対する分析、評価等については、…」のように下線部を追加すべきと考える。 (理由) 選択的伝達が認められない情報の内容を明確にするため。枠内のガイドラインでは「公開・公知となっているか否かを問わず」ということが前提となっているため、業績について限定する必要があると考える。	ご指摘を踏まえ修正いたします。 なお、5. ⑥においては、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が公表済みの決算期に関するものであったとしても、一律に「特定の投資者等に選択的に伝達することは認められる」わけではありません。
参考		
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」のうち、		

項番	意見・質問	考え方
特定の投資者等に選択的に情報伝達を行うことが認められると考えられる例		
①		
76	「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」については、3. ②に鑑みれば、そのうち「業績が容易に推測できることとなるもの」に限定するべきと考える。	ご指摘のとおり修正いたします。
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」のうち、特定の投資者等に選択的に情報伝達を行うことが認められると考えられる例		
④		
77	アナリストと当社等の中で一定の条件を共有している状況とは、どのような状況を想定されていますでしょうか。	ご指摘を踏まえ、「アナリストと投資者等の間で」と修正いたします。
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」のうち、特定の投資者等に選択的に情報伝達を行うことが認められると考えられる例		
①		
78	「未公表の決算期の業績以外に関する定量情報」については、3. ②に鑑みれば、そのうち「業績が容易に推測できることとなるもの」に限定するべきと考える。	ご指摘のとおり修正いたします。

以 上