

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

平成 28 年9月 20 日

1. ガイドライン制定の目的

日本証券業協会では、「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。)を策定し、アナリスト・レポートの作成、公表等の観点から、アナリスト・レポートの取扱い等に関する社内管理体制等について規定しています。また、当該規則に規定する「自主規制規則の考え方」(以下、「規則の考え方」という。)において、規則の解釈又はその留意事項等を示しています。

一方、アナリストによる有価証券の発行者である企業(以下、「発行体」という。)からの情報取得、及び当該取得した情報又は当該取得した情報を基にしたアナリストの分析、評価等をアナリスト・レポート以外の手段によって投資者又は自社の役職員(以下、「投資者等」という。)へ伝達する行為のあり方については、規則及び規則の考え方に明確に示していませんでした。

しかし、近年、協会のアナリストにおいて、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が生じています。また、国内外において、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も発生しました。

このような状況を受け、協会において、アナリストの行動のあり方に関しても業界統一的な考え方を示すべきではないかという声が強まってきました。

情報の開示及び情報伝達のあり方は、発行体及び投資者を含めて広く議論をすべきであるとの声もありますが、協会のアナリストの行動は、協会が行う営業活動と密接に結びついていることから、市場の透明性・公正性を確保し、市場仲介機能の信頼性向上のために、まずは業界として実施できることから対応していく姿勢を示すことが必要であると考えています。

そうした考えのもと、今般「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」(以下、「本ガイドライン」という。)を作成し、アナリストの行う取材等のあり方や、発行体から取得した情報及び当該情報を基にした分析、評価等の伝達のあり方を示すこととしました。

なお、当然のことながら、本ガイドラインはアナリストがアナリスト・レポートの執筆に関して行う、アナリストと発行体との建設的な対話を制限するものではありません。本ガイドラインは、アナリストによる発行体への取材等を一律に禁止するものではありません。また、発行体から送付される情報の受領を制限するものでもありません。あくまでも、投資者等に対する適正かつ有効な情報提供を実現するためのアナリストの行動や考え方を示したものです。本ガイドラインにより協会のプラクティスを示すことで、今後、発行体及び投資者等にも公平かつ公正な情報開示の慣行が定着することを期待しています。

2. ガイドラインの概要

本ガイドラインでは、まず、アナリストによる発行体からの情報取得のあり方について、どのような情報ならば取材等により取得して良いのか、逆に言えば取材等により取得すべきではないと考えられる情報はどのようなものかについての考え方を示しています。

次にアナリストのアナリスト・レポート以外の手段による情報伝達行為を6類型に分け、それぞれについて、投資者等に伝達しても良いと考えられる情報及び伝達すべきではない情報についての考え方を示しています。

また、巻末に情報伝達行為の各類型における情報の具体例を掲げています。具体例はあくまでも例示であり、すべてのケースをカバーしているものではありません。アナリストが行おうとする情報伝達行為の内容について、本ガイドラインの考え方に照らして適否を判断するための一助としてください。

なお、規則第2条ではアナリストを「協会の役員であってアナリスト・レポートを執筆する者をいう。」と定義しています。本ガイドラインにおいてもアナリストの定義は同じですが、「アナリスト・レポートを執筆する者」とは、社内において職務としてアナリスト・レポートを執筆すること（アナリスト・レポートの一部を執筆する又は取材等によりその補助を行うことを含む）が想定されている者が幅広く含まれ、既にアナリスト・レポートを執筆している（署名している）者には限られないことに留意してください。

なお、本ガイドラインにおいて用いる用語の定義は以下のとおりとします。

＜本ガイドラインにおける用語定義＞

取材等：	発行体が行う説明会（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。）への参加又は発行体へのインタビュー等を行うこと
業績：	発行体における企業活動の成果として集計された利益・売上・受注数量・販売数量等に関する情報（特別利益や特別損失等、当期純利益に関する情報を含む）であり、定量的な数値情報（会社全体の数値だけではなくセグメントの数値を含み、明らかに利益に影響を与えない売上・受注数量・販売数量等の数値を除く。）だけでなく、前記数値情報のトレンド又は変化に関する「好調・順調」「不調・停滞」「変わらず」等の定性的情報を含む
計画：	発行体から期初に表明される当期の会社業績予想、事業計画又は来期以降の事業計画
公表：	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
公開・公知：	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

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

本ガイドライン制定の目的は、「1. ガイドライン制定の目的」のとおり、アナリストによる投資者等に対する情報伝達にかかるプラクティスを示すことにあります。

しかし、アナリストが発行体から多くの情報を取得する中で、投資者等への情報伝達行為にのみ着目して管理を行うためには、取得した多くの情報について伝達の可否を判断しなければなりません。

特に規則第8条で規定する重要情報（法人関係情報を含む。以下同じ。）の該当性の検証については、調査部門の審査担当者又は管理部門が行うことが考えられますが、アナリストが取得したすべての情報を調査部門の審査担当者又は管理部門が確認することは実務上の負担が大きく、現実的ではないと考えられます。

そこで、情報の取得段階において一定の制限を設けること、つまり、投資者等に伝達することが適切ではないと考えられる情報について、取材等により取得を行わないこととすることが考えられます。

なお、アナリストが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を取得すること及び広く参加者を募って行う大規模な説明会等に出席し情報を取得することには特段の制限を設ける必要はないと考えますが、それによって意図せず取得した情報を含め、当該情報が規則に規定する重要情報に該当する場合は、適正に管理してください。アナリストが取得した情報の管理については、「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」を参照してください。なお、アナリストが発行体から重要情報に該当する情報を取得してしまった場合には、発行体に情報の公開・公知を働きかけることや、以後の送付を謝絶する等、市場の透明性・公平性の確保の為に必要な処置をとることが望ましいと考えられます。

この項では、特に未公表の決算期の業績に関する情報をアナリストが発行体への取材等により取得することは、未公表の決算期の業績を容易に推測し得るより深い情報を受領するおそれが高いと考えられることを念頭に、アナリストが発行体への取材等により取得するべきではないと考えられる情報の種類及びその例外となる情報について、考え方を示すこととします。

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

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。

【考え方】

- ・ 未公表の決算期（四半期・通期）の業績の進捗や着地見通しを示唆する情報については、規則第8条第1項第1号に規定する重要情報に該当する、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重要情報となりうる情報であるおそれが高いと考えられる。
- ・ また、未公表情報の取得後に当該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等、

結果として情報管理態勢が不十分となるおそれがある。

- ・ よって、未公表の決算期の業績に関する情報は、法人関係情報であるか否か(又は含むか含まないか)にかかわらずアナリストが発行体から取材等により取得しないようにすることが、情報管理態勢の実効性を高める方法であると考ええる。
- ・ 例外として、未公表情報のうち公開・公知となったもの及びその内訳(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)は取材等により取得しても良いこととする。ただし、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)を取材等しないよう留意する必要がある。
- ・ 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、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。その結果、重要情報に該当すると判断された場合は、適正に管理しなければならない。なお、アナリスト及び報告を受けた審査担当者は、当該情報が法人関係情報に該当するおそれがあると判断した場合は、社内規則で定める方法により管理部門に報告しなければならない。
- ・ 発行体に投資者等と同行する場合において、「未公表の決算期の業績に関する情報」を発行体への取材等により取得することは、重要情報への該当性等について社内の審査を経ることなく、当該情報を特定の投資者等に直接的に情報伝達する行為に等しいとみなされるおそれがある。よって、アナリストは同行者(投資者等)の有無にかかわらず、「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しないこととする。また、他の目的で投資者等を同行する場合でも、同行者(投資者等)に対して「未公表の決算期の業績に関する情報」を発行体に取材等することのないよう留意する必要がある。

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的な情報」の発行体への取材等について

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。

【考え方】

- ・ 未公表の決算期の情報のうち定量的な情報(公表若しくは公開・公知となった情報を除く。)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(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。以下同じ。)があると考えられることから、取材等には留意が必要である。ただし、以下の例のように、明らかに業績とは無関係なものは、取材等することができる。
- 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
ただし、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。

- a) 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
- b) 販売量等: 自社の販売計画、価格見通し、出店計画など
- c) 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

※ 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る。

● 将来予想

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ため、取材等しないこととする。

- ・ 意図せず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した場合は、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。その結果、重要情報に該当すると判断された場合は、適正に管理しなければならない。なお、アナリスト及び報告を受けた審査担当者は、当該情報が法人関係情報に該当するおそれがあると判断した場合は、社内規則で定める方法により管理部門に報告しなければならない。

③ アナリストによる「上記①、②以外の情報」の発行体への取材等について

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。

【考え方】

- ・ 公表済みの決算期の情報又は未公表の決算期の情報であっても業績以外に関する定性的な情報については、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」と比べその蓋然性が低いと考えられることから、発行体への取材等により取得しても良いこととする。
- ・ 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。その結果、重要情報に該当すると判断された場合は、適正に管理しなければならない。なお、アナリスト及び報告を受けた審査担当者は、当該情報が法人関係情報に該当するおそれがあると判断した場合は、社内規則で定める方法により管理部門に報告しなければならない。

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

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に十分留意し、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。

【考え方】

- ・ 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は、規則第8条第1項第1号に規定する重要情報に該当するおそれが高いことに十分留意しなければならない。
- ・ アナリストは、意図せず取得したものを含め、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規則に規定する重要情報に該当する場合は、調査部門の審査担当者又は管理部門に報告し、社内規則に則って適正に管理しなければならない。
- ・ 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」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。
- ・ 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、アナリストが発行体から取得した情報が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ものとする。その結果、重要情報に該当すると判断された場合は、適正に管理しなければならない。

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

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。

※本項以降で用いるアナリスト・レポートに係る「公表等」とは、規則第1条で規定する協会員によるアナリスト・レポートの「公表等」を指し、本ガイドラインの項番3で定義する発行体に関する情報の発行体による「公表」とは異なるものである。

【考え方】

- ・ アナリスト・レポートの公表等に係る社内審査その他の取扱いは、規則において規定されている方法によるものとする。
- ・ 規則第4条に規定する社内審査に関する規則の考え方の「二」で示されている「法人関係情報等の提供の禁止」については、特に留意が必要な事項であり、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である場合は、当該情報及び当該情報に基づく分析、評価等をアナリスト・レポートに記載してはならない。なお、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以外であっても、アナリスト・レポートの審査は規則第4条に従って行わなければならないことに留意する。

- ・ 未公表の決算期の業績に関する情報は、「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」の「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」で示すとおり、重要情報に該当する、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重要情報となりうる情報であるおそれが高いと考えられる。
- ・ 上記のとおり、当該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と考えられる場合は、アナリスト・レポートに記載してはならない。
- ・ また、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、当該情報又は当該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、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。
- ・ 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、以下の場合には、管理部門に審査を依頼しなければならない。
 - a) 公表等前アナリスト・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) 公表等前アナリスト・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」であるか否か判断に迷う場合
 - 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

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

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。

【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が規則第8条第1項に規定する重要情報に該当する場合は、アナリストは当該情報をアナリスト・レポート以外のいかなる手段(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)であっても、アナリスト・レポートの公表等前に特定の投資者等に選択的に伝達してはならない。
- ・ 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のうち公開・公知となっていないものは、前述のとおり規則第8条第1項第1号に規定する重要情報に該当するおそれが高いので、法人関係情報であるか否か(又は含むか含まないか)にかかわらず、アナリストは、当該情報を投資者等に伝達してはならない。
- ・ 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規則第8条第1項に規定する重要情報に該当する場合は、アナリストは社内規則で定められた場合に限り、所定の手順に則って自社の役職員に当該情報を伝達することができる。
- ・ 発行体から取得した情報(「未公表の決算期の業績に関する情報」以外の情報に限る)が重要情報に該当しない場合の、当該情報及び当該情報を用いた個別企業の分析、評価等の投資者等へのアナリスト・レポート以外の手段による情報伝達については、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の類型⑤又は⑥の考え方に則って行うこととする。

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

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。

【考え方】

- ・ アナリストがアナリスト・レポートの作成に際し使用した情報(事実)については、本来アナリスト・レポートの内容と矛盾がないと考えられることから、アナリスト・レポートに直接当該情報の記載がなくとも、特定の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る。
- ・ アナリストがアナリスト・レポートの作成に際し使用しなかった情報(事実)であって、その説明により当該アナリスト・レポートにおける分析、評価等とは異なる見解が導き出される場合は、当該情報を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。
- ・ 本行為は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新たに公開・公知となった情報(事実)については、当該アナリスト・レポートの背景となる事実には該当しない。従って、既に公表等されたアナリスト・レポートの分析、評価等と新たなアナリスト・レポートにおいて想定される分析、評価等が一致しているかどうかに関わらず、当該情報を特定の投資者等に選択的に伝達する場合には、5.⑤のとおり取り扱うものとする。

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。

【考え方】

- ・ アナリストがアナリスト・レポートの作成に際し使用した資料等については、本来アナリスト・レポートの内容と矛盾がないと考えられることから、アナリスト・レポートに記載がなくとも、特定の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る。
- ・ アナリストがアナリスト・レポートの作成に際し使用しなかった資料等であって、その説明により当該アナリスト・レポートと異なる見解が導き出される情報については、特定の投資者等に選択的に伝達することは認められないと考えられる。
- ・ 本行為は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新たに公開・公知となった情報(事実)については、当該アナリスト・レポートの詳細分析となる資料等には該当しない。従って、既に公表等されたアナリスト・レポートの分析、評価等と新たなアナリスト・レポートにおいて想定される分析、評価等が一致しているかどうかに関わらず、当該情報を特定の投資者等に選択的に伝達する場合には、5. ⑤のとおり取り扱うものとする。

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。

【考え方】

- ・ 公表等済みのアナリスト・レポートに記載のない長期の見通しについては、外形的にアナリストが分析、評価等を行っていないとみられることから、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考えられる。
- ・ 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考えられる。ただし、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。
- ・ 公表等済みのアナリスト・レポートから分析、評価等が変更される場合は、新たにアナリスト・レポートを公表等すべきと考えられる。

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。

【考え方】

- ・ 公表等済みのアナリスト・レポートに記載のない短期の分析、評価等は、その内容によっては公表等済みのアナリスト・レポートのレーティング等に影響を及ぼす可能性があり、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考えられる。
- ・ 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、特定の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る。
- ・ 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と考えられる。

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。

【考え方】

- ・ 特に、未公表の決算期の業績に関する情報については、それが法人関係情報に該当しない場合であっても、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(定期的又は臨時に行われる新たなアナリスト・レポートの公表等であって、公表等済みのアナリスト・レポートの分析、評価等を変更すること)を示唆する可能性が高いため、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。
- ・ また、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、投資者等に業績の進捗や着地見通しを示唆する内容である場合には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ため、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。
- ・ 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、投資者等に業績の進捗又は着地見通しを示唆する内容を含まず、かつ公表等済みアナリスト・レポートで示した分析、評価に影響を与えず、新たなアナリスト・レポートを公表等する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。
- ・ 「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」①のとおり、発行体への取材等に投資者等を同行させることは、重要情報への該当性等について社内の審査を経ることなく、特定の投資者等に直接的に情報伝達する行為に等しいとみなされる

おそれがある。よって、アナリストは同行者（投資者等）の有無にかかわらず、「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しないこととする。また、他の目的で投資者等を同行する場合でも、同行者（投資者等）に対して「未公表の決算期の業績に関する情報」を発行体に取材等することのないよう留意する必要がある。

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。

【考え方】

- ・ 発行体の情報に対するアナリストの分析、評価等は、投資者等がそれを聞いて、公表等済みのアナリスト・レポートの内容の変更があると判断する可能性が高いと予想されるものであれば、当該アナリストの分析、評価等は新たなアナリスト・レポートの公表等により行われるべきと考えられる。
- ・ 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は、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。
- ・ 未公表の決算期の業績に関する情報に対する分析、評価等については、重要情報に該当するおそれが高いため、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。
- ・ 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対する分析、評価等については、投資者等に業績の進捗や着地見通しを示唆する場合においては、重要情報に該当するおそれが高いため、情報の伝達はアナリスト・レポートの公表等により行うものとする。アナリスト・レポートへの記載については、「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」の「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」を参照のこと。アナリスト・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伝達することは認められないと考えられる。

以 上

アナリストがアナリスト・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

以下に掲げる具体例は、本ガイドラインに示した情報伝達行為の6類型における情報の具体例を示したものです。それぞれの例示は、各類型に記載した【考え方】を前提としたものですから、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。

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、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 発行体の有価証券報告書の内容、発行体のホームページの内容。そのほか、具体的には、下記の内容。
 - ・ 発行体から発表されたプレスリリースの内容、会社説明会で発行体がコメントした内容や使用した資料の内容（「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」を除く）
 - ・ 製品・サービスの特徴（強み/弱み）、市場シェア（業界順位）、過去の株価変動
 - ・ 発行体に関する過去の新聞記事や公表等済みのアナリスト・レポートの記載内容
 - ・ 分析、評価等の前提（マクロや業間環境、企業個別の前提は次項でカバー）
 - ・ 試算などの途中経過
- ② 公開・公知情報（発行体により公開・公知となった事実、マクロ・産業統計情報）。
- ③ 公開・公知となった会社情報及び経営陣による声明。
- ④ 過去のデータ。
- ⑤ ニュース記事。
- ⑥ 一般に入手可能な情報（例：情報ベンダーが提供するデータ等）。
- ⑦ アナリスト・レポートに記載された発表事実の詳細な解説や、発行体が発表している数字の解説、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。
- ⑧ 投資者のセンチメントや市場に関する情報。
- ⑨ アナリスト・レポートの内容と矛盾しないとの前提で、評価等の根拠の説明。
- ⑩ 分析、評価等の前提となるアナリストの予想。
- ⑪ ファンダメンタルズ分析の補足説明など。
- ⑫ アナリストが自ら調査しアナリスト・レポート作成に関し分析、評価等した内容であり、アナリスト・レポートの基礎となる内容若しくはデータをベースに説明できる内容。
- ⑬ アナリスト・レポートの内容に関する詳細な議論等、公表等済みのアナリストの見解と整合的なコミュニケーション。
- ⑭ 投資家に対して、対象企業の会計基準や事業内容、業界でのポジションなど、当該企業を分析、評価等する上で基礎となる事実。

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」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 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)。
- ② アナリスト・レポートに記載した売上・利益などの実績・予想数値の詳細内訳。
- ③ TOB による持株比率の上昇が予想される場合、「50%+1株」のケースと「100%」のケースの財務シミュレーション結果しかアナリスト・レポートに記載していない場合においても、持株比率 75%のケースのシミュレーション結果。
- ④ アナリスト・レポートに記載された業績予想の、事業ごとの詳細な数字や、前提となっている商品価格設定予想等。
- ⑤ アナリスト・レポートに掲載した図表の解説、予想の前提となる数値の詳細等。
- ⑥ 公開・公知となった会社情報及び経営陣による声明。
- ⑦ 過去のデータ。
- ⑧ ニュース記事。
- ⑨ 一般に入手可能な情報(例:情報ベンダーが提供するデータ等)。
- ⑩ 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))。
- ⑪ 投資者のセンチメントや市場に関する情報。
- ⑫ 公表等済みのアナリストの見解に関する補足的なデータ又はより詳細なモデルに関するデータ。
- ⑬ アナリスト・レポートの内容と矛盾しない、資料の補足説明。
- ⑭ アナリストが自ら調査しアナリスト・レポート作成に関し分析、評価等した内容であり、アナリスト・レポートの内容の基礎となる内容若しくはデータをベースに説明できる内容。
- ⑮ アナリスト・レポートの詳細分析が、アナリスト・レポートの前提条件(ファンダメンタル)になっている場合や記載内容の進展度合い若しくはブレイクダウンなど。
- ⑯ アナリスト・レポートの内容に関する詳細な議論等、公表等済みのアナリストの見解と整合的なコミュニケーション。
- ⑰ 分析、評価等の根拠となるリサーチモデルの送付。アナリスト・レポートをベースとしたプレゼンテーション資料の送付。

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」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 アナリスト・レポートに記載されていない期間の長期の業績予想について、当該期間以降に具現化することが公知、又は常識化している情報(下記)に基づいた業績の方向感。ただし、分析、評価等を変えない範囲のものに限る。以下、同じ。
 - ・ 税制変更などのマクロ的なイベント

- ・ 当該銘柄の属する業界固有のイベント、サイクル、トレンド
 - ・ 当該銘柄の固有要因（特許切れ、中国メーカーの急迫、次世代製品向け需要の拡大など）
- ② 公表等済みのアナリスト・レポートに記載されている売上高のトレンドがその後も継続するという前提を置いた上での業績予想。（たとえば、向こう3年目までの売上の年平均伸び率が5%の場合、同様の伸びが4年目以降も年平均5%で継続とした場合、営業利益の年平均3%増が予想される。）
- ③ 公表等済みのアナリスト・レポートに記載されている利益率改善のトレンドがその後も継続するという前提を置いた場合での試算。（たとえば、向こう3年間の営業利益率が毎年2%ずつ改善する予想を掲載しているとする。4年目以降も同様に営業利益率が2%改善とした場合に、中期の営業利益率はX%と見込まれ、売上高がY億円の場合の営業利益はZ億円と試算される。）
- ④ 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。
- ⑤ 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。
- ⑥ 公表等済みのアナリスト・レポートから論理的に導かれる情報であり、伝達する相手を問わず内容が同一であるもの。

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

- ① 当日を含む過去に起こった株価の変動について、分析、評価等を述べる。公表等済みのアナリスト・レポートにおいて、カタリスト・リスクとして記載した事象が起った場合、それについての分析、評価等。ただし、公表等済みのアナリスト・レポートと矛盾しない場合に限る。以下同じ。
- ② その短期の分析、評価等（四半期業績等）が、公表等済みのアナリスト・レポートの前提条件（ファンダメンタル）になっている場合の記載内容の進展度合い若しくはブレイクダウン等。
- ③ 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）。
- ④ アナリストと投資者等の間で一定の条件を共有している状況でのシナリオ分析。
- ⑤ 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。

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」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 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。
 - ② 公開・公知となった情報について、公開・公知となっているという事実。(当該情報に関するアナリストの意見については、6. のとおり。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、内容によらず投資者等に伝達すべきではない。)
 - ③ 業績に関する会社の年度計画の進捗状況が公開・公知となった場合における、それがアナリストの分析、評価等と一致した(又は分析、評価等とは異なっていた)という事実。
 - ④ 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、及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。
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 公開・公知となった情報(「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」を除く)が公表等済みのアナリスト・レポートで想定されていたものであり、公表等済みのアナリスト・レポートの変更を予定していない場合に、アナリスト・レポート以外の手段による情報伝達で想定通りである(又は想定とは異なっている)旨を伝達すること。
 - ② 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。
 - ③ 公開・公知となった情報について、公開・公知となっているという事実。又は、新聞等で観測記事が出ている場合には、その事実。
 - ④ 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。なお、変更する旨について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。
 - ⑤ 公開・公知となった情報及び公表等済みのアナリスト・レポートの内容(計算方法、トレンド等)を前提とした業績予想等の簡易な試算であって、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の情報。
 - ⑥ 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、発行体の情報の補足的説明。

以 上