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（案）」に対するコメント

2016 年 8 月 20 日

一般社団法人スチュワードシップ研究会
代表理事　木村祐基

当研究会は、国内に拠点を置く機関投資家及び機関投資家向け支援業務を行うものが、原則として個人の資格で会員となり、スチュワードシップ活動に関する研究や情報交換等を行っています。

このたび公表された貴協会の「ガイドライン（案）」は、いわゆるセルサイド・アナリストの情報の取材及び顧客への情報伝達行為に関するガイドラインであると理解しておりますが、情報の取材や情報伝達行為についてはバイサイドのアナリスト、ファンドマネジャーにも関連するところから、機関投資家の立場からコメントさせていただきます。

■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「業績に関係する情報」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。

■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。

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。

セルサイドとバイサイドの意見交換が、双方の企業分析の能力を深め、より建設的な企業との対話を促進していくと考えられます。このような活発なコミュニケーション、意見交換が、当ガイドラインの禁止する行為に該当せず、アナリストが委縮せずに積極的な情報伝達を行うことができることを明確にしていただくことを期待します。

以上