

## アナリスト・レポート作成の際の留意事項

平成 15 年 5 月 20 日  
(社)日本証券アナリスト協会  
規 律 委 員 会

アナリスト・レポートの作成に際しては、会員がそれぞれの立場で質の高いレポート作成を目指して、さまざまな努力をしておられると考える。また、会員の所属会社においてもそのために諸施策が講じられている。しかしながら、時に、一部のレポートにおいて、表現等に適切さを欠いている例が見られるとの批判もある。そこで当委員会では、事務局による証券会社等からのヒアリング結果も踏まえて検討を行い、会員の執務参考資料として、「アナリスト・レポート作成の際の留意事項」を以下のように取りまとめた。この中では、表現・表記の適正さを確保するという観点から留意すべき当協会の職業行為基準や、日本証券業協会の理事会決議等の規定を整理して記述するとともに、ヒアリングの結果も参考にして、投資家の判断を間違った方向に誘導しないという観点、および証券アナリストとしての社会的信用維持の観点から留意することが適当と思われる事項も取り上げた。この執務参考資料が、会員がアナリスト・レポートを作成される際の参考になれば幸いである。

### はじめに

アナリスト・レポートの優劣は、何よりも内容いかんで決まる。作成に当たって、綿密な調査・分析に基づき、的確な投資情報または投資推奨の内容を固めることがまず必要である。しかし、同時に表現・表記もその良否を決定する重要な要素である。内容がいかに優れていても、表現・表記が適切でないときは、投資家に対して、本来の意図が伝わらないのみならず、誤解を生じたり、証券アナリストとしての社会的信用を損なう場合もあり得る。

会員が、アナリスト・レポートの表現・表記の適切さを図っていく上で考慮すべき規範としては、当協会の職業行為基準がある。また、当協会の規範ではないが、証券アナリストがレポート作成に当たって念頭に置くことが望まれる規範として、日本証券業協会の理事会決議「アナリスト・レポートの取扱い等について」（以下、「理事会決議」という。）に関連する規定がある。さらに、会員が所属する会社において社内ルール（指針）が定められている場合は、これもよるべき規範となる。これらは主として投資家の投資判断を間違った方向に誘導しないという観点から設けられている。

しかし、それだけではなく、レポートの作成に当たっては、健全な社会常識にも留意し、証券アナリストとしての社会的信用を維持していくという配慮も求められる。各社の社内ルールにもこの観点からの規定を置く例がある。

そこで、以下では、これら規範や社会常識に基づき、アナリスト・レポート作成の際の表現・表記の適切さを確保するために留意が必要と思われる事項を具体的に述べ、会員の執務の際の参考に供したい。この中には表現は異なっても実質的には同じ内容のものもあるが、あえて重複をいとわず記述することとした。

## 1. 職業行為基準上の留意事項

職業行為基準のうち、表現・表記に特に関係の深い規定とこれにかかわる留意事項は次のとおりである。

(1) 綿密な調査・分析に基づく合理的かつ十分な根拠を持つこと(基準3.(1)イ(イ))  
これは、アナリスト・レポートの内容自体について求められる要件であるが、「合理的かつ十分な根拠を持つこと」は、レポートの表現においても留意が必要である。

(2) 事実と意見を明確に区別すること(同3.(1)イ(ロ))  
アナリスト・レポートには、客観的な事実の分析だけでなく、証券アナリストの意見、判断が当然含まれることとなるが、この事実と意見との区別があいまいなまま顧客に伝えられる場合には、顧客の判断をミスリードする恐れがある。そのため、両者の明確な区別が必要とされるのである。

(3) 重要な事実についてすべて正確に表示すること(同3.(1)イ(ハ))  
アナリスト・レポートには、重要な事実、すなわち顧客の投資判断に重要な影響を及ぼすと考えられる事実をすべて正確に表示しなければならない。これは証券取引法第157条<sup>(注)</sup>と同趣旨という点でも重視される。

さらにこの関係で強調したいのは、不注意による事実関係の誤りを防止することの重要性である。事実の正確性の確保は証券分析業務の基本であり、投資家に誤った判断をさせないためにも不可欠なことである。最近では、発行会社のIR部門が、自社に関するレポートをフォローすることを重要な業務としている。それだけに、数字や事実関係の記載内容は厳しく検証されている。このような状況で事実関係の誤りがあると、発行会社からも強い不信を招く原因にもなりかねない。誤りをなくしていくためには、個々の証券アナリストができる限りの注意を払うことがまずは基本となるが、同時にチェックのための体制が組織として確立されていることも必須である。この点については、法人会員にも適切な措置を講じることを要望したい。

(注) 証券取引法第157条

何人も、次に掲げる行為をしてはならない。

二 有価証券の売買その他の取引又は有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等、外国市場証券先物取引等若しくは有価証券店頭デリバティブ取引等について、重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること

(4) 投資成果を保証するような表現を用いないこと(同3.(1)イ(ニ))

アナリスト・レポートにおいて、一定の利益を確実に保証するような表現を用いてはならない。有価証券という価格変動のリスクのある投資対象は、必ずしも予期した成果が得られないことは投資家も承知しているはずであるが、一定の投資成果を確実に保証するような表現を取ったため、後で顧客との間でトラブルを生じる場合があり得るのが現実であり、格段の注意が必要である。

## 2. 日本証券業協会の理事会決議との関係での留意事項

理事会決議は、証券会社がアナリスト・レポートに関する指針を策定する等により、その表示内容及び評価が適正かつ合理的なものとなるよう努めなければならないと定めている。(理事会決議4(1))

さらに証券会社は、アナリスト・レポートの審査担当者を定めることとし、審査担当者が審査を行うに当たって留意しなければならない事項を規定している。(同4(2)(3))

また理事会決議の徹底を図るため取りまとめられた「理事会決議の考え方」は、審査担当者の具体的審査項目として、表現・表記にかかわる事項(そこで参照されている「広告に関する指針」に記されている事項を含む。)を例示している。

これらは下記のとおりであるが、審査担当者のみならず、証券アナリストがレポートを作成する際にも念頭に置くことが望まれる事項である。

### (1) 審査担当者が審査に当たって留意する事項(理事会決議4(3))

広告及び景品類の提供に関する規則(公正慣習規則第7号)第4条第1項<sup>(注)</sup>に規定する禁止行為に該当するものでないこと  
アナリスト・レポートにおける表示内容及び評価が、社内の指針等に照らし、適正かつ合理的なものであること  
レーティング又は目標株価が記載されている場合には、レーティングの定義並びに目標株価についての根拠及び達成の予想期間が明確に表示されていること

(注) 広告及び景品類の提供に関する規則(公正慣習規則第7号)第4条第1項

協会員は、次の各号の一に該当し又は該当するおそれのある広告を行ってはならない。

- 一 取引の信義則に反するもの又は協会員としての品位をそこなうもの。
- 二 証取法その他の法令等に違反する表示のあるもの又は脱法行為を示唆する表示のあるもの。
- 三 投資者の投資判断を誤らせる表示のあるもの。
- 四 協会員間の公正な競争を妨げるもの。

### (2) 審査担当者の審査項目(理事会決議の考え方)

(注)以下の( )書きは、表現・表記にかかわらない事項

#### イ. 誇大又は扇動的な表示、恣意的又は過度に主観的な表示等の禁止

個別企業の紹介を行う場合は、その株価、業績等についての誇大又は扇動的な表示、過大な投機を推奨する表示、風説の流布的な表示等、恣意的又は過度に主観的な表示は行わない。

#### ロ. 断定的な表示の禁止

個別企業の株価及び将来の業績、増減資、配当その他株価の騰落に相当な影響を及ぼす事項については、断定的な表示は行わない。

#### ハ. 投資者の投資判断を誤らせるおそれのある表示の禁止

個別企業又は銘柄について投資者の投資判断を誤らせるおそれのある表示

は行わない。

ニ．虚偽表示の禁止

ホ．(未公表の法人関係情報の提供の禁止)

ヘ．(有価証券届出書の届出前の勧誘の禁止)

ト．株価、業績、新技術、新製品等の予測についての根拠の表示

個別企業の株価、業績、増減資、配当等の予測及び新技術、新製品、資源の開発等の予測を行う場合において、自己の判断、評価等が入るときは、その根拠を明示する。

チ．目標株価についての根拠及び達成の予想期間の表示

リ．データ、統計等の出所の表示

ヌ．アナリスト・レポートの内容と引用している株価、データ、統計等の適切性の確認

ル．アナリストの意見と事実の明確な区別

ロ．適切な担保文言(ディスクレマー)の記載

ワ．レーティングの定義の記載

### 3. その他留意することが望まれる事項

投資家をミスリードしない観点や、証券アナリストとしての社会的信用を維持していくという観点からの留意事項としては、さらに次のような点が考えられる。

- (1) 美辞麗句は避けることが望ましい。レポートの記述は、データの提示と論理を積み重ねて行うべきであり、修辭的な技巧に頼るのは望ましくないからである。
- (2) 証券アナリストが過去に行った投資情報の提供・投資推奨につき的中した事例をことさら強調した記述は、投資家の判断に予断を与えかねないことから慎重さが必要と考えられる。
- (3) 近年、レポートでポジティブな評価を行う場合でも、リスク・ファクター(想定した予想を覆す可能性のある要因)を記述するものが増えている。これは、機関投資家にも参考になるが、それ以上に近年アナリスト・レポートにアクセスする機会が増大している個人投資家が投資判断を行うに際しても、有益な情報になる。また、さまざまなリスク・ファクターを想定し、それに対する説明を記述することは、アナリスト自身が、自らの予測の確度についての検討を深めるという意義もある。このような点を考えると、今後はリスク・ファクターの記述をできるだけ行っていくことが望ましいと思われる。
- (4) 外資系の証券会社では、記述を避けるべき事項として、レポート対象の会社にかかわる訴訟の勝敗の予測を挙げているところが多い。わが国でも発行会社にかかわる訴訟案件は多く見られており、それらの勝敗の予測については慎重な姿勢で臨むことが適当と考える。
- (5) 証券アナリストは、健全な常識をもって行動し、社会的信用を維持するという観

点から、レポートの作成に当たっては、表現等につき十分な注意を払うことが望まれる。

レポートにおいて、特定の個人、団体等をひぼう・中傷するなどはあってはならない。また、政治や宗教に関し自己の主張を行うことは避けるのが望ましい。ストラテジスト等が、世界経済の将来を論ずる等の際に要素の一つとして政治的要因等を取り上げることが必要になる場合もあるが、その際は証券分析業務の対象として客観的に論じるべきである。

- (6) 社会との関係の一環として、発行会社に対しても健全な常識に基づく対応が必要である。証券アナリストは発行会社の評価を専門的知識・技能と自らの良心に基づき行うべきで、その結果ネガティブな結論が出た場合でも、当該会社に遠慮することなくこれをレポートに記述するのが当然である。しかし、記述に当たっては、論理的で、冷静であるように努めるべきで、不適切な表現をしたために発行会社との間で無用の摩擦を生ずるといふようなことにならないよう注意が望まれる。

発行会社についての評価、特にネガティブな評価を記述する場合の具体的な注意点としては、例えば以下のようなものが挙げられよう。

発行会社を形容する言葉の選択に当たり、言葉自体に明らかな評価の意味合いが含まれているものは、その使用につき慎重な姿勢で臨むことが望ましい。例えば、ネガティブな意味が強い言葉を使用した場合は、本来データと論理に基づき冷静にまた客観的に行われるべき投資家の投資判断が、言葉自体の発するイメージによって影響される危険があるためである。

- (例)「業界の負け組」、「業界の最弱事業者」、「業界の劣位企業」といった表現は、適当でない場合が多いと思われる。また、業界の中でA社の市場シェアが非常に大きく、シェア2位のB社、3位のC社以下の企業との格差が大きい場合でも、「業界の大企業であるA社に対し中小事業者であるB社、C社以下は…」といった表現は文脈によっては適当でないように思われる。

また、発行会社をポジティブに評価する場合は、会社との間で摩擦を起こすことはないかもしれないが、誇大な表現は投資家をミスリードする恐れのあることは前記2.(2)イでも述べたとおりである。

上記の点と関連するが、同一業界の複数の会社を比較し、投資対象としての優劣を論じる場合は、比較の根拠となる基準(ベンチマーク)又は優劣を裏付ける具体的事由をはっきり示すことが必要と思われる。例えば、優劣関係が売上高で見た場合なのか、収益力で見た場合なのか、あるいは複数のベンチマークから総合的に見た場合なのか等を明確にさせる必要がある。

- (例)「業界の下位企業であるA社は」と単に表現するのは適当でなく「売上高で見て下位にあるA社は」というようにベンチマークを示すことが必要である。同様に「A社の経営はB社に比し何周も遅れている」とだけ表現するのは不十分であり、どのような視点で見ると具体的にどのような差が

あるのかを明確に述べるのが望ましい。

アナリスト・レポートのタイトル又は見出しの文章において、投資家の目を引く意図からセンセーショナルな表現をすることは、避けることが望ましい。それは、投資家のミスリードにつながる危険があるだけでなく、客観性を持ってその会社の情報を投資家に伝えているかどうかにつき、発行会社にも疑念を抱かせ信頼関係を損ないかねないからである。

ある特定の会社が倒産した場合あるいは合併した場合というような仮定のケースについて記述することは、たとえ仮定と断っても、その証券アナリストが倒産や合併の蓋然性が相当程度あるとの判断をしているとの印象を与える可能性があり、思わぬ市場の反応を招きやすいので、できるだけ避ける方が無難であろう。その業界の分析を行う上で、特定の会社が倒産して市場から退出するケースや、その会社が合併の対象になるケースをシミュレーションすることがどうしても必要という場合は、あくまでシミュレーションのための仮定であって、倒産や合併の蓋然性につき当該証券アナリストが予断を持っていないことを明確に示すなど表現に細心の注意を払うことが望まれる。

会社分析を行うに当たり当該会社の経営について論じる場合は、あくまで経営自体を客観的、論理的に分析して行うべきであり、経営者のプライバシーや人格に踏み込んだ記述は避けねばならないと考えられる。また、証券アナリスト個人と経営者の関係を記述することも避けることが望ましい。

(例)「社長のカリスマに期待している」、「自分は社長と十年以上の知己であり、かねがねその人格識見を高く評価している。」などの記述は避けることが望まれる。

以上