

企業情報の選択的開示についての考え方

社団法人日本証券アナリスト協会ディスクロージャー研究会の提言

2001年4月

社団法人 日本証券アナリスト協会
ディスクロージャー研究会拡大会議

企業情報の選択的開示についての考え方

2 0 0 1 . 4 . 2 6
社団法人 日本証券アナリスト協会
ディスクロージャー研究会拡大会議

1 . はじめに

(1) 2 0 0 0 年 1 0 月 米 国 S E C は い わ ゆ る 選 択 的 開 示 規 制 に 関 す る ルール(レギュレーションFD、以下FDという。)を施行した。これは米企業の役員やIR担当者が、アナリストや機関投資家等に未公表の重要な情報を選別的に開示することを禁止したものである。すなわち意図して未公表の重要情報を公開しようとするときは、特定の者に選別的開示を行ってはならず、広く一般に公表しなければならないとし、また意図せず未公表の重要情報を選別的に開示してしまったときは、直ちに一般公開しなければならないとするもので、その違反にはSECが排除命令を発し、あるいはSECが差止命令や民事制裁金の賦課を求める民事訴訟を起こすことができるかとされている。

(2) S E C は、企業情報は資本市場の生命線であり、その提供に際しては公平性・公正性が確保されなければならないが、株価に影響を与えるような重要な情報の選別的な開示が行われると、特定の者のみが利得を得る機会をつくることになり、多数の投資家の資本市場に対する信頼を損なうことになるのでこれを規制する必要があるとしている。<注(1)>SECは、今回のFD制定について個人投資家を中心に多数の国民から強い支持があったとしている。他方で、法的制裁をもって情報開示を規制すると企業が情報開示に慎重となり、かえって提供される情報が減少する結果になるのではないかと<注(2)>、そのため株価のボラティリティが高まるのではないかと懸念も示されている。<注(3)>

(3) 当研究会としては、一般投資家とプロフェッショナルとの情報格差を縮小するため、情報開示の公平性・公正性を図るというFDの基本理念は高く評価すべきであると考えている。ただ今回制定された具体的ルールが、指摘されているような副作用を起こすことなく当初の目的を達成することが出来るかどうかについては、なお規制施行後の状況を注意深く見守る必要があると思われる。また、後掲の補論<補論(1)>で述べているように米国と日本ではアナリストと企業の関係、インサイダー規制の法制度に違いがあることなどを考慮すると、わが国においても米国と同様の新たな法

的規制をすぐに導入すべきとすることは早計であると考えている。しかし、FDが目指している方向は資本市場の発展のために正しいものであり、今回のFD制定を機に、わが国でもIRのありかたについて関係者の間で議論が深められ、より公平かつ公正な情報開示を進める方向で改善が行われて行くことになればそれは望ましいことである。当研究会としてもそのような動きを積極的に支援したいと考えている。FDは外国企業には適用されないが今回のFD制定を機に、わが国でもIRのあり方の見直しをされる企業も出てきている。このような見直しが上記のような方向での情報開示の改善につながることを望まれるが、見直しにあたっては以下のような点についてご理解を頂くようお願いしたい。

2. ディスクロージャー研究会としての企業への要望

(1) IR見直しにあたっての基本的要望

各企業が、公平かつ公正な情報提供を推進するという観点からIRの見直しをされていく場合には、現在提供されている情報の質と量を全体として維持・充実する方向で進めて頂きたい。すなわち、これまで説明会・ミーティング等の機会を通じて証券アナリストに提供されていた情報については、一般投資家と証券アナリストの衡平を図るためにその提供を取りやめるといえば縮小均衡の方向ではなく、これを一般投資家にも提供することにより情報提供の公平性・公正性を図るという拡大均衡の方向で進めて頂くようお願いしたい。それにより市場における企業の評価も適正に行われることになろう。米国では一部関係者の間に、企業がFDの規制を遵守することを重視するあまりに企業の情報発信に水が掛けられ、市場に発信される情報が減少してしまう効果(chilling effect)を生ずるのではないかとの懸念が示されているが、わが国においても公平性・公正性を重視する結果、市場に提供される情報量が減少するというようなことにならないよう注意していく必要があると考える。

証券アナリストは、企業にとって良い情報も悪い情報も含め企業に関する情報を客観的、体系的、総合的に分析・評価し、一般投資家の投資判断に資するような形で提供する。多くの場合、企業が市場に発信する情報は、それだけではその意味するところが一般投資家に分かりにくいことがある。企業が発信する情報を企業の価値判断ができる資料とするためには、専門家である証券アナリストが専門的な技術を発揮し、それまでに蓄積した情報と照合し、さらに場合によっては追加的な開示を受けて分析・評価する作業が必要と考える。企業のIRは、企業価値を高めるための方策を

考えていく市場との対話の過程であるとも言われるが、このような対話において証券会社や機関投資家の証券アナリストは、当該企業に関してはもとよりその企業が属する産業全体についての知識を持ち、また財務や証券市場の分析のための専門的な技術・知識を持った重要な対話の相手方である。各企業におかれて、IRの見直しをされる場合には、このような証券アナリストの役割を十分に認識して進めていただくようお願いしたい。選択的開示を回避するという点を強調するあまり、結果的に証券アナリストに対して提供される情報の質・量が後退することになれば、それはアナリスト・レポートなどを通じて投資家に提供される情報の質や量が低下することにつながり、むしろ資本市場にとってマイナスとなることが懸念される。

(2) 証券アナリストとのミーティングや工場見学について

最近幾つかの企業において説明会等を証券アナリストと報道関係者合同で行うという動きがある。当研究会は、このような合同会議の開催によりできる限り一般投資家にも同じ情報を伝えられるようにしたいとの考え方を理解するものである。しかしながら、説明会等は常に合同で行い、証券アナリストのみのミーティングは行わないというようなことにされるのは、効率的な情報提供の観点から必ずしも適切とは言い難いと考える。証券アナリストは、企業分析の専門家として一般にはあまり興味の持たれない、あるいは細部に亘る数字なども分析上必要とすることが多い。合同の会合があっても然るべきであるが、アナリストとのミーティングは行わないとするようなことのないようにして頂きたいというのが当研究会の希望である。一般投資家への情報提供の拡充という観点から、証券アナリストとのミーティングの模様をインターネットでリアルタイムで流し、あるいは、ビデオで録画しオン・デマンドでインターネットを通じアクセス可能にするというような方法を取る企業も増えてきているが、これは拡大均衡の方向でのIRの改善という観点から望ましいことと考える。

合わせて、アナリストと経営者とのミーティングやインタビュー、IR担当者への取材訪問、工場等の企業施設見学についても選択的開示を排除するという理由でこれらの機会が縮小されることのないよう要望したい。証券アナリストが、企業価値の評価を行う場合、財務諸表等の資料の分析が基礎になることはもちろんであるが、経営トップをはじめとする企業の方々との不断のコミュニケーションによって企業の現況を把握しておくことが不可欠の要素である。とりわけ、現在のように経済環境が急激に変化しつつある状況では、状況の変化に適切に対応する経営者のリーダーシ

トップが重要性を増しており、経営者がどのような識見と経営方針をもって経営にあたっておられるかを知ることが企業評価の重要な鍵になっている。わが国でも近年、企業の経営トップがIR活動の前面に立たれる機会が増大しつつあり、選択的開示の回避という理由によってこのような望ましい動きが後退しないよう要望したい。

FDが問題としているのは、企業とアナリスト等のコミュニケーションの過程で株価に影響を与えるような未公表の重要情報が提供されることであって、コミュニケーション自体を規制するものではない。わが国においても、未公表の重要情報が提供されるのでない限り、企業とアナリスト等との間のコミュニケーションを活発化することが公平かつ公正な情報開示の精神に何ら反するものではないと考える。

(3) その他の情報提供について

期中の売上げや受注に関する情報、あるいは記者発表等の諸情報のE-mail、ファクシミリ等による証券アナリストへの提供については今後も続けて行くよう要望したい。これらについても一般投資家がアクセスできるようにするため、インターネットをより活用するような方向に進むとすればそれは望ましいことと考えられる。もっとも業種によっては、月次の売上げ等については、それが利益にどのような影響を与えるかが一般投資家には分かりにくくかえってミスリードすることがあるとして開示を躊躇される企業がある。そのような場合には、月次にはこだわらないが少なくとも四半期の情報については提供をお願いしたい。四半期であれば、売上等の増減要因を分析し一般投資家にも誤解を招かないような形で発表が可能であると考えられる。

(4) 内部者取引規制との関係について

当研究会は、上記のように企業が証券アナリストに対する情報提供を維持・充実することを強く要望しているが、これは(2)でも述べたとおり証券取引法の内部者取引規制の対象となる情報、すなわち証券取引法第166条第1項に規定する未公表の重要事実まで求めるということではない。未公表の重要事実が証券アナリストに開示された場合、アナリストもリスクを負うことになる。証券アナリストは、証券分析業務に従事する専門家として内部者取引規制に関する法令の遵守義務を十分に承知している。日本証券アナリスト協会の職業行為基準も未公表の重要事実該当するような情報の証券分析業務への利用や伝達について厳しく規制している。したがって未公表の重要事実については、企業が然るべき手続き(通常は東証のTDネットへの登録および記者発表)を経た後に、証券アナリ

ストに情報提供するということとされるのは当然と考える。

証券アナリストが企業に要望したいのは、早耳情報として証券アナリストに重要事実を伝えることではなく、企業による然るべき手続き後のフォローアップとしての追加・補足説明、関連資料の提供等を十分に行って頂きたいということである。未公表の重要事実該当しないような情報については今後もその提供を維持・充実されて行くようお願いしたい。

<補論(2)>

3. おわりに

今回の米国のFD導入は、資本市場の発展につながるような公平かつ公正な情報開示がどのようにすれば実現できるかを真剣に検討するよい機会である。今後、わが国においても企業、証券アナリストなど資本市場関係者の中で、公平かつ公正な情報開示のあり方についてさらに検討することが望まれる。当研究会としてもそのような検討に積極的に参加していきたい。

当研究会は、今後、一般投資家への情報提供を含め資本市場に対する企業による情報提供が充実するにつれ、情報の意味を深く分析・理解し、企業価値を正しく判断することのできる証券アナリストの専門家としての能力が、今まで以上に問われるようになると自覚している。証券アナリストとしては、その知識・経験をさらに磨き、また高い職業倫理を持って、投資家の方々に信頼され、また役に立つ存在となるよう努力していきたい。

注

(1) レギュレーションFD制定の理由についてのSECの説明

SECの発表文書は、次のように述べている。

「委員会は、重要な企業情報の選択的開示の事例が増大していることに懸念を強めてきた。伝えられる多くの事例において、企業は翌期の収益予想の数字などの重要な情報を選ばれた証券アナリスト及び(又は)機関投資家だけを対象とし、一般大衆やメディアの人間を排除したコンファレンス・コール又は会合で選別的に開示してきた。選別的に開示された情報を内々に知った者は、証券の発行者が後に完全な開示を行ったときに初めてその情報を知ることになる他の投資家に対し不当に優位な立場に立つことになる。・・・選別的開示は我々の市場に対する投資家の信頼を損ない、また証券アナリストに深刻な利益相反の可能性を生じることになる。」1999年12月15日付けのSECの Fact Sheet: Selective Disclosure and Insider Trading Rule Proposals

(2) A I M R (Association for Investment Management and Research) 及び証券業協会 (Securities Industry Association) の F D 案に対するコメント

A I M R のレギュレーション F D に関するタスク・フォースは、2 0 0 0 年 4 月 2 6 日付けの S E C 委員に対する書簡の中で、F D 案の基礎にある原則・精神は支持するとしつつも、このルール実施によって投資家に対して開示される情報が増大することにはならず、むしろ発行会社から株主等に伝えられる情報の質・量にネガティブな影響を与えることになるのでルールの実施に反対すると述べている。同書簡は、さらに発行会社が誰に何を言うかについてガードを固めて行かなければならないということになると会社はそのうち厳しい質問に答えることを避けるためにルールの影に隠れたり、答えを簡略化されたもの (sound bites) や決り文句 (boiler plate) にするかもしれないとし、タスク・フォースとしては、会社と投資家のコミュニケーションを増大するようなルールを検討するためのブルー・リボン・タスク・フォースを提案するとしている。

証券業協会は、2 0 0 0 年 6 月 1 3 日付けの S E C 宛の書簡において、企業の役員がよからぬ動機を持って、特定のアナリストや投資家に選別的開示を行うべきではないとしつつも、提案されたルールはその目的を達するには適切ではなく、意図に反してむしろ企業情報の市場への流れを妨げる恐れがあると述べている。同書簡は、選別的開示について何らかのルールが必要であるとしても、これまでの判例を踏まえ詐欺的行為の規制をさらに詰めて検討するといった別のアプローチがあったはずだとしている。

(3) F D に関するフィナンシャル・タイムズ紙の記事

2 0 0 1 年 4 月 7 , 8 日付けフィナンシャル・タイムズ紙は「ディスクロージャー・ルールが論争を起している」と題する記事の中で、ゴールドマン・サックスのヘンリー・ポールソン会長が、F D は制定の動機は良かったのかもしれないが、実際には市場におけるボラティリティを増したとして否定的な評価を行っている旨の発言を伝えている。

補論

(1) 本件を巡る日米の状況の比較

(a) 企業の業績予測に関するいわゆるガイダンスについて

今回 S E C がレギュレーション F D を制定した重要な背景と言われているのは、企業業績の予測に関するガイダンスと呼ばれる慣行である。米国では、四半期決算が行われているが、その四半期について業績予測を発表する企業は少数である。これは発表された業績予測に比し実績が下回った場合、株主から訴訟を提起されるリスクが高いためである。そこで米国株式市場では、企業の四半期ごとの業績予測 (1 株当たり利益の予想) はアナリストの仕事となり、投資判断の重要な要素として株価を動かす大きな材料となっているが、アナリストが予想した 1 株当たり利益

に比し、実績がわずかに及ばない場合でも株価が大幅に下がる場合がある。そこで企業は、株価の乱高下を避けるため、アナリストの予想が実績に近いものになるよう大変な努力をすることになり、いわゆるガイダンス(予想が実績に近づくようにするための誘導) が頻繁に行われてきたと言われている。(注(1) 参照) このような慣行については、特定のアナリストのみが業績予測に関する情報を入手し、一般投資家の犠牲の上に一部の者に利得を与える機会をつくっていたとの強い批判があった。

わが国について見ると、東京証券取引所の定める決算短信の様式に「次期の業績予測」の欄があり、次期の業績予測(年度及び半期、四半期は極めて少数) は企業自身が発表しており、またその予測について変化が生じたときは修正発表を行うことも出来る。したがって企業が米国のようなガイダンスを行う必要性は乏しいと考えられ、総じて見れば、わが国においては証券アナリストと企業の間には良い意味での緊張関係があると言える。

(b) 日米のインサイダー規制の違い

() 米国におけるインサイダー取引規制

(a) で述べたような選別的な開示によって一部の者が株式の取引により利益を得たような場合、インサイダー取引規制により取り締まることも考えられるが、米国の法制の下ではそれが困難であったと言われている。米国では、わが国と異なりインサイダー規制を正面から規定する成文法がなく、本来は相場操縦等を想定していた 1934 年証券取引所法 10 条(b) 及びそれに基づいて制定された SEC ルール 10b - 5 の下で発展してきた判例法によって規制や被害の救済が行われてきた。米国の判例法は、当初、内部情報を利用して取引を行った企業の内部者が連邦証券法違反の責任を問われるのは、その行為が証券発行会社(株主) に対する信任義務に反する場合であるとしていた。その後、判例は証券発行会社以外の者に対する信任義務に違反して取引を行った場合でも連邦証券法違反に問われうるとしたが、いずれにせよインサイダー取引として違法と認定されるのは、未公開情報の利用が誰か特定の者に対する義務違反を構成する場合に限られている。

また、内部者から内部情報を受領して取引を行った者(情報受領者) については、インサイダー取引の責任を問われるのは内部者の情報提供行為が信任義務に違反する場合であって、かつ情報受領者がそれを知りまたは知り得べきであった場合に限るとしてきた。この場合、情報の提供者が信任義務に違反していたかどうかの判断はその者が直接・間接の個人的利得を受け取っていたかどうかというような基準によるべきであるとされていた。

このような判例法の下では、企業が、株価の乱高下を回避するためにアナリスト等に業績予測について選別的な開示を行い、それを利用して一部の者が株式の取引を行い利得を得たとしても、企業の側に信任義務違反があったとは言い難く、インサイダー規制の枠組みで規制することには困難があったといわれている。

() わが国におけるインサイダー取引規制

わが国では、インサイダー取引規制については成文法である証券取引法及び関係政令等に詳細な規定が置かれ、インサイダー取引を構成する要件は形式的に規定され、米国のように信任義務

違反が要件とされているわけではない。したがって、例えば企業が、米国で行われていたように特定アナリストに対するガイダンスを行い、その内容が証券取引法第166条第1項に該当する未公表の重要事実¹に該当する場合（例えば、経常利益の予想値について言えば、公表された直近の予想値に比し30%以上かつ前事業年度の純資産額と資本金の額とのいずれか少なくない金額の5%以上の変動の場合）で、そのアナリストまたはそのアナリストが属する会社がその企業の株式を売買したような場合は、インサイダー取引としての規制が可能である。

また、米国の成文法には重要事実の定義については規定がなく判例によって決定されているのに対し、わが国の証券取引法及びその関係政令等は、一部に包括的条項はあるものの、決定事実、発生事実及び収益関係事項に関する決算値・予想値のそれぞれについてどのような場合に重要事実²に該当するかについて数値基準を含む詳細な定義を設けている。東京証券取引所の「会社情報適時開示ガイドブック」もこれらにつき詳細な規定を置いている。したがって、企業は、重要事実かどうかの判断が行いやすく、これに該当する場合には特定者に対する開示を控え、必要な場合公表の手続きを踏むことが出来る。

このようなことから、わが国においては、企業が法令に則った開示に留意し、インサイダー取引規制が適切に活用されれば、米国で問題とされたような選択的開示に伴う弊害の大部分は抑止できるのではないかと考えられる。

（２）レギュレーションFDにおける重要事実

レギュレーションFDは、発表文書の解説において幾つかの例示はしているもののFD自体には重要事実の定義規定を置いていないので、その厳密な範囲は不明であるが、レギュレーションFD上の重要事実³がわが国の証券取引法上の重要事実と異なりより広いものとなる可能性はある。このため、米国市場に上場されている企業等におかれては、証券取引法上の重要事実ではないが、レギュレーションFDとの関係ではグレーな情報についても証券取引法上の重要事実と同様の取り扱いをされるところが出てくることも考えられる。そうされるかどうかは各企業のご判断の問題であるが、当研究会としてお願いしたいのは、その場合でも、当該情報をアナリストに提供することを止めるのではなく、公表の手続きをとることにより引き続き開示していただきたいということである。

ディスクロージャー研究会拡大会議委員

(ディスクロージャー研究会委員)

座長	松島 憲之	日興ソロモン・スミス・バーニー証券
座長代理	伊藤 敏憲	UBSウォーバーグ証券
	岡本 弘	新光証券
	川又 武	明治生命保険
	許斐 潤	野村證券
	小柳 志乃夫	日本興業銀行
	豊永 聡	岡三証券
	山崎 徳司	大和総研
	湯原 皓爾	日興アセットマネジメント

(ディスクロージャー研究会業種別専門部会長)

建設・不動産	増田 悦佐	HSBC証券
化学	銀林 俊彦	モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター証券
医薬品	田中 洋	みずほ証券
鉄鋼・非鉄金属	長井 亨	モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター証券
機械	中澤 文彦	日興ソロモン・スミス・バーニー証券
電気・精密機器	井場 浩之	みずほ証券
自動車	松島 憲之	日興ソロモン・スミス・バーニー証券
商社	加藤 友康	野村證券
小売業	正田 雅史	野村證券
銀行	山田 能伸	メリルリンチ日本証券
通信	太田 清久	メリルリンチ日本証券
コンピューターソフト	大屋 高志	ドイツ証券