

## 解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第一小委員会委員長 河 田 剛 CMA

2016年に入ってから、フェア・ディスクロージャー・ルールに関する議論が大きく進展している。フェア・ディスクロージャーとは、有価証券を発行する企業等が公表前の内部情報を特定の第三者に提供する場合に当該情報が他の投資者にも同時に提供されることを確保するためのルールで、公正な資本市場を実現する上で不可欠と考えられている。日本においてはフェア・ディスクロージャーに関する規則が欧米と比較して立ち遅れていたが、15年に証券会社2社のアナリストの投資家に対する情報伝達に問題があり、行政処分が行われたことなどが議論をスピードアップさせたものと考えられる。

フェア・ディスクロージャー・ルールは一般に発行者へのルールを指すが、その制定に先立ち、業界のプラクティスを示すため、アナリストの行為について日本証券業協会がガイドラインを策定し対応している。発行者の情報開示という観点からは、16年4月18日に公表された金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」の報告において、「企業による公平・公正な情報開示により、株主・投資者との建設的な対話を促進するとともに、市場参加者の信頼を確保するため、わが国においても、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入について具体的に検討する必要がある

ものと考えられる」との方針が打ち出された。それを受けて16年10月から12月にかけて「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」が開催され、16年12月8日に報告書が提出された。わが国におけるフェア・ディスクロージャー・ルールの骨格がほぼ明らかになったと言える。一方、アナリスト側の観点からは日本証券業協会が16年9月20日付で「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」を制定した。2月号の特集においては、フェア・ディスクロージャー・ルールの現状と今後の見通しについて、論文と座談会の形式で様々な立場から検討を加えている。

大崎論文「日本版フェア・ディスクロージャー・ルールとその課題」は、日本版フェア・ディスクロージャー・ルール（日本版FD）の枠組み、課題について詳細に解説している。まず、その前提として先行して整備された米国のフェア・ディスクロージャー・ルール「レギュレーションFD」について、導入の背景とその影響について紹介している。2000年のレギュレーションFDの施行後には企業の開示姿勢の後退やSECによる過剰な違反摘発などの副作用が見られた。その後の検証では、選択的な開示が減少したという評価がある一

方で、中小規模の上場会社を中心に開示情報の量が減少しているとの分析がなされている。日本版FDに関するタスクフォースの報告においては、規制される情報の範囲は実務上の混乱を避けつつ、より実効性を高めるため、インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲と基本的に一致させつつ、それ以外の情報のうち、発行者または金融商品に係る未公表の確定的な情報であって、公表されれば発行者の有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるものを含めるとしている。一方、情報提供者に関しては発行者の役員やアナリストやファンドマネジャーといった市場のプロフェッショナルと職務上接触する者、情報受領者については市場のプロフェッショナルや受領した情報に基づいて株式等を売買することが想定される者という形でインサイダー規制の対象者よりも限定するよう提言している。FDルールの課題としては、情報開示姿勢を後退させないこと、投資家と企業との建設的な対話を両立させることをポイントとして示している。また企業側の問題点として、株価の安定化などのために情報を漏れいするインセンティブがあるとされるが、日本においては企業による決算予想の開示制度を上手に利用すべきと指摘している。

北川論文「アナリストをめぐる環境変化と新たな役割」は日本版FDルールと日本証券業協会のガイドラインが証券アナリストにもたらす影響を論じている。今回の規則策定の背景にはショートターミズムがもたらすプレビュー取材の過熱や四半期決算の弊害があり、アナリストの活動は相当程度制約を受けることになる。しかし、北川氏はこの規則がプラスに働く可能性を示している。すなわち、アナリスト・レポートの価値が見直されるということである。優れたアナリスト・レポー

ト（ベーシック・レポート、ディープ・レポート）を作成することによって投資家に評価されるということは、ある意味まっとうな姿と言える。米国においてレギュレーションFDの施行以降、業績予想、投資格付け、目標株価の設定まで隙のない緻密な構成を前提としたレポートの作成が強く推奨されることになったということと、アナリストの評価ポイントのうち、Stock SelectionやEarnings Estimatesが規制施行の前後で大きく順位を落としたという指摘は興味深い。企業側の観点として、small meetingやone on one meetingについては、selective（選択的）な情報と深い洞察力を持ったアナリストによって引き出されるディファレンシャルな情報を区別し、後者については開示姿勢を委縮させるべきでないとしている。また、コーポレート・ディスクロージャー・ポリシーを充実させることや、開示レベルを意識的に引き上げることを提言している。他方、企業の非財務情報の充実がアナリストにとってプラスと考えられる。中でもESG情報は企業の本源的価値に関わるもので、この分析はアナリストの腕の見せどころであるとの指摘は重要な論点であろう。

座談会「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」では、奥村俊次氏（オムロン株式会社経営IR部長）、佐藤淑子氏（一般社団法人日本IR協議会 専務理事）、三瓶裕喜氏（フィデリティ投信株式会社 ディレクター オブ リサーチ）、武井一浩氏（西村あさひ法律事務所 弁護士）、司会大崎貞和氏（野村総合研究所 未来創発センター 主席研究員）による、多面的な視点からの議論が行われている。まず、プレビュー取材の禁止については、ショートターミズムをなくし、中長期的な成長戦略などにアナリストの分析がシフトする

などの点から歓迎する意見が多いようである。次に欧米のFDルールについての議論では、欧米の制度の外面をなぞるのではなく、日本の特性を踏まえた制度設計が必要との指摘もあった。ただ、日本でのFDルールについてはおおむね必要との考え方で一致している。日本証券業協会のガイドラインについては、セルサイド以外にも適用される統一されたルールが必要との意見が出されている。日本でのFDルールの導入については、情報開示の後退に対する懸念や、米国のSECルールに倣ったFDルールと英国流の対話を重視するスチュワードシップ・コードのかい離があるが、やや英国寄りの方が良いのではないかと指摘がなされた。アナリストの果たすべき役割については、本源的な企業価値を深く分析したフルレポートを出してほしいとの意見があった。また、アナリストが発信する情報を個人投資家に届ける仕組みがあってもよいとの声も聞かれた。

トップアナリストの一人である松島憲之氏は証券アナリストジャーナル12年1月号の座談会「日本経済と株式市場」で「有力な投資家で、会社にお金を落としてくれるところにはサービスするけれど、それ以外にはサービスしない。そういう世知辛い状況になっている」と発言していた。これもショートターミズムの弊害の一つであろう。しかし、手数料を多く支払う短期売買型の投資家へのサービスが手厚くなるのは企業として合理的な行動である。それと公平、公正な市場、中長期投資の促進という資本市場の目指すべき方向性とのバランスを取る必要がある。そのためには中長期的な視点で優れたレポートを書くアナリストをより高く評価する仕組み作りも重要になると考えら

れる。

なお、今月号には日本証券業協会自主規制企画部長山本悟氏が「(日証協) 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」について日本証券アナリスト協会で行った講演の要旨も掲載されているので併せて参考にしていただきたい。

このガイドラインは、①「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、②意図せず取得した情報は適切な管理を行うこと、③アナリスト・レポート以外の手段により特定の投資家に伝達できる情報は公表等済みのアナリスト・レポートと矛盾せず、かつ投資判断に影響のない範囲に限定されること、の3点に集約されている。①については協会員からの提案により、自主的な取り組みとして、ガイドラインによってプラクティスを示すものであるが、業績に関係しない取材を妨げるものではない。②についてはアナリストが重要情報を勝手に判断せず、管理部門と相談しながら判断することとしている。③については公表されたアナリスト・レポートの詳細分析の説明は認められるが、既に公表されたレポートと矛盾した内容を伝達することは認められない。山本氏は「今後、証券会社のアナリストは、決算数値を追いかけるのではなく、本来の業務である分析に注力し、それをアナリスト・レポートによって公表等していくようになることを期待している」と述べているが、これは北川論文の論旨とも通底している。なお、このガイドラインの対象となるのは(日証協) 協会員のアナリストであることから、いわゆるセルサイド・アナリストを念頭に置いていることには注意したい。