

2016年3月7日 全6頁

アナリスト受難の時代へ？

決算短信大幅簡素化、FD ルールの導入？

金融調査部
制度調査担当部長
吉井 一洋

[要約]

- 2016年2月19日に金融審議会の第3回ディスクロージャーWG(ワーキング・グループ)が開催された。
- 審議会では、これまでの議論を踏まえてということで、東京証券取引所から決算短信の簡素化の提案について説明があり、その後、審議が行われた。
- さらに、企業の選択的な情報開示を禁止するフェア・ディスクロージャー・ルールの導入の必要性が議論された。
- アナリストや、自ら企業情報の分析を行う投資家にとっては、厳しい見直し内容となりそうである。

1. 決算短信の大幅簡素化の方向性

2月19日のディスクロージャーWGで、事務局から配布された説明資料では、決算短信について、次のように簡素化の方向性が打ち出されている。

決算短信は、投資者の投資判断に重要な情報を迅速かつ公平に提供するものであることに着目し、記載内容について以下のような整理・合理化を行う。

- ① 情報についての速報性が要求され、公表前の監査は不要であることを明確にする。
- ② 速報性がそれほど求められない項目（例えば、経営方針）については、有価証券報告書で記載することとする。
- ③ 記載を要請する事項をサマリー情報、経営成績等の概況、連結財務諸表及び主な注記に限定し、その他は企業が任意に記載できることとするなど、義務・要請事項を可能な限り減らす。

さらに、東京証券取引所から「対話促進に向けた効率的開示のための決算短信の見直し」という資料に基づき、簡素化に向けた提案があった。同資料では、WG での議論を踏まえ、決算短信について下記の見直しを行う方向性が示されている。

- ◇企業と投資家の建設的な対話の促進に向けた、効果的かつ効率的な情報開示の実現
- ◇各開示書類の目的を踏まえた開示内容の整理
- ◇決算短信については、法定開示の「確報」に対する「速報」としての位置付けで整理

その上で、具体的な見直しの内容として「記載事項の整理」と「開示システム (TDnet)」の改善が挙げられ、「記載事項の整理」として、下記の内容の提案がなされている。

a. 速報情報に限定…他の開示書類との重複を排除

- ・原則として、速報情報として必要不可欠な「サマリー情報」、「経営成績等」、「財務諸表」に限定する。
- ・例外として、上場政策上の目的で決算短信において記載を求めている情報は今後も記載を求める。

(例) 「会計基準の選択に関する基本的な考え方」

b. 記載事項の再整理

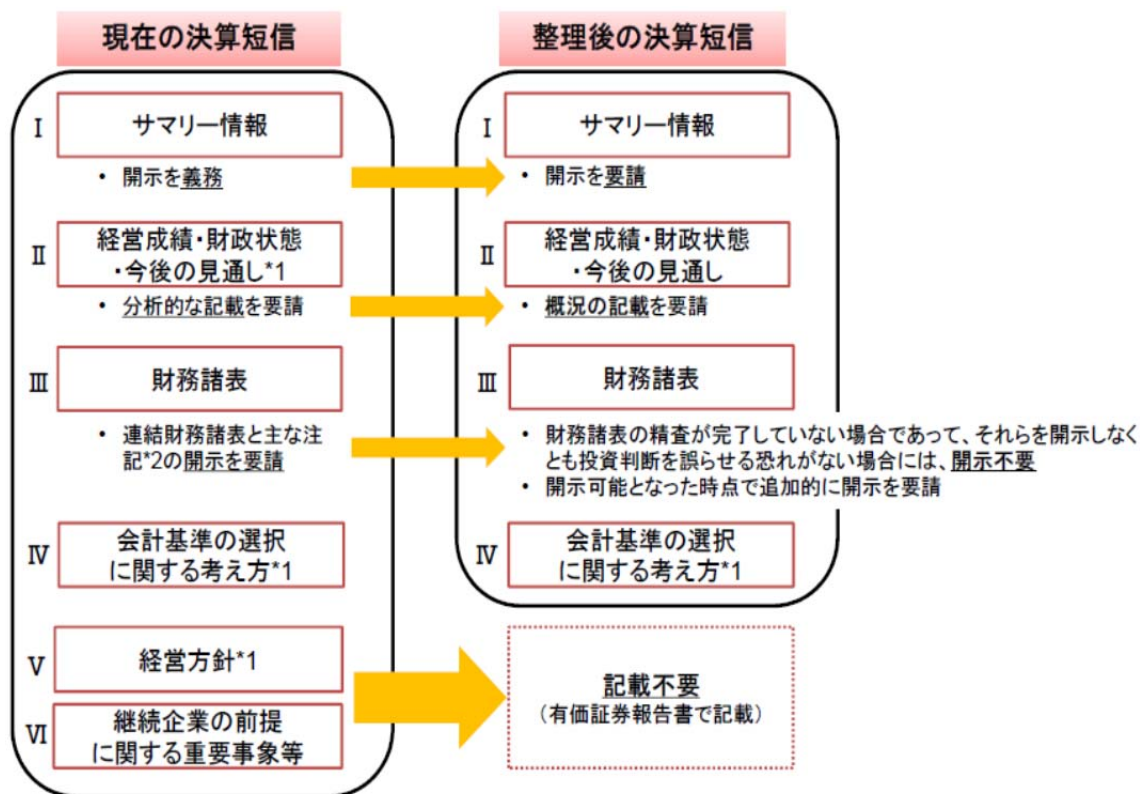
…見直し後の記載事項についても効率化・自由度向上の観点で再整理し、速報性の発揮を期待

- ・「サマリー情報」のひな型 使用を強制 ⇒ 使用を要請
- ・「経営成績等」 分析的な記載 ⇒ 概況の記載
- ・「財務諸表」 添付要請 ⇒ 一定の場合に添付要請とりやめ (要追加開示)

簡素化後の決算短信の構成は次のページの図表 1 のとおりになる。

開示システムの改善に関しては、上場会社から改善要望の多いシステム上の手動操作の自動化によって開示実務の負担軽減・効率化を図る旨が示されている。

図表 1 整理後の決算短信の構成



*1 四半期決算短信では記載を要請しない事項

*2 継続企業の前提、会計方針の変更、セグメント情報(通期のみ)、1株当たり情報(通期のみ)など

4

(出所) 対話促進に向けた効率的開示のための決算短信の見直し (平成 28 年 2 月 19 日 東京証券取引所)

上記の内容からすれば、決算発表時においてサマリー情報のみを開示し、財務諸表やセグメント情報など、決算の分析に必須と思われるような情報は開示されないということも考えられる。筆者がアナリストにヒアリングをした限りでは、そのような開示は最も望ましくない開示ということである。

ちなみに、わが国では、決算発表直前に業績予想を修正する企業が多数あるが、そのような企業が、決算発表直前の業績予想修正に代えて、業績のサマリー情報の開示を行うことを考えているのかもしれない。しかし、決算発表のこれ以上の早期化を望む声は、アナリストの中でも少ない。

なお、WG の発行企業の代表の委員からは、現状の四半期決算短信を廃止し、四半期報告書に一本化してほしいとの要望が示され、それに賛同する学識者も 1 名いた。今後検討される模様であり、四半期決算短信の行方も注目される。

筆者がアナリストにヒアリングしたところ、四半期に関しては決算短信の内容は十分に簡素化されておりこれ以上の簡素化は望まない、仮にこれ以上簡素化するのであれば、第 1 四半期、第 3 四半期を簡素化する代わりに、第 2 四半期については、中間決算的に位置付けて、年度決算に近いレベルまで開示を充実してほしいなどの意見もあった。

2. フェア・ディスクロージャー・ルール

フェア・ディスクロージャー・ルール（FDルール）に関しては、学識者の委員から整備の必要性が指摘されていた¹他、2015年12月に、外資系証券会社が企業から未公表の業績情報を取得して顧客に提供し売買の勧誘を行い、行政処分を受けた例などを踏まえて、WGの議題として取り上げられた。

事務局の説明資料では、「我が国でも情報の選択的な開示についてのルールを検討すべきではないかとの意見について、どのように考えるか。公平・公正な開示という観点から、選択的開示を禁止するルール（フェア・ディスクロージャー・ルール）の導入を検討する必要はないか。」が論点として挙げられており、（参考）として、以下の解説がなされている。

（参考）

・フェア・ディスクロージャー・ルール

発行者等が、重要かつ未公表の内部情報を、第三者に選択的に開示することを禁止するルール。具体例として、欧米においては、「証券の発行企業等が、その発行企業又は発行証券に関する重要かつ未公表の情報を特定の情報受領者に対して開示する場合、①意図的な開示の場合は同時に、②意図的でない開示の場合は速やかに、当該情報を公表しなければならない」というルールが導入されている。

・我が国では、金融商品取引業者等が、未公表の重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすものを提供して勧誘することは禁止されているが（金商業府令第117条1項14号）、同様の情報を発行者等が提供することを禁止するフェア・ディスクロージャー・ルールは導入されていない。

・こうした中、以下のような事例が生じている。

- 証券会社が、上場会社の業績に関する公表前の情報を顧客に提供し株式の売買の勧誘を行ったとして、2015年12月15日に行政処分を受けた事案において、当該上場会社が、当該証券会社のアナリストの取材に応じて、公表前の四半期業績に関する情報を提供していたことが判明した。
- 一部の報道機関が、決算短信の公表前に、会社が公表する数値に近い業績予想を頻繁に提供していることについて、外国人投資家を中心に、当該情報にアクセスできない投資家に不利益が生じているとの批判がある。

制度の趣旨自体は、資本市場の公正性を維持する上で、適切なものと思われる。

日本版スチュワードシップ・コードでも、機関投資家が投資先企業との対話において「未公表の重要事実」を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきであるとしており²、コーポレートガバナンス・コード原案の「原則 5-1 株主との建設的な対話に関する方針」に記載すべき項目として、補充原則 5-1②に「(v) 対話に際してのインサイダー情報の管理に

¹ ディスクロージャーWG 第1回議事録 黒沼委員の発言を参照

² 日本版スチュワードシップ・コード原則4の指針4-3。さらに「その上で、投資先企業との特別な関係等に基づき未公表の重要事実を受領する場合には、当該企業の株式の売買を停止するなど、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で、当該企業との対話に臨むべきである」（同注10）としている。

関する方策」を挙げている。

ただし、米国の場合は、わが国のようなインサイダー取引のみを規制する明確な規定はなく³、FDルールがそれを未然に防ぐことで補完している旨の指摘がある。

また英国を含むEUでは、内部情報、即ち、金融商品の価格（株価を含む）に重要な影響を及ぼす企業の未公表の情報については、法令により、発行企業に対して適時開示を義務付けている。その上で、開示すれば発行企業の正当な利益を害し、かつ、開示しないことが公衆を誤導するものではなく、かつ、その内部情報の秘密性を確保できる場合には、自らの責任で適時開示を遅らせることができることとされている⁴。したがって、情報が会社から漏れたような場合（選択的開示も含む）は、その情報の開示が求められることになる。わが国の場合は、インサイダー取引規制は金融商品取引法で規制されているが、重要な情報の適時開示は、金融商品取引法上で義務付けられておらず、証券取引所の規則に基づいている。適時開示が必要な情報に関しては、インサイダー取引規制上の重要事実をベースに、内容を拡張して定義されている。

WGでは、学識者や弁護士委員からは導入すべき・導入の検討をすべきという意見が多数あった。ただ、法令によるか取引所のルールによるか、対象となる情報の範囲をどうするかなどは検討が必要との指摘があった。

他方で、刑事罰まで科すと企業の開示が後退する可能性があること、FDルールを徹底すると投資家と企業の対話やそれによる企業価値向上を阻む可能性があること、過去において、ルールの改正に伴い情報が出てこなくなった例が多かったことなどの懸念を示す意見、行政による対応でも対処できるとの指摘、よく研究分析しているアナリストとそうでない者間で発行企業が対応を変えていることまで否定すべきでない、探偵的な調査をすることで企業の不正を暴くような活動ができなくなることをないようにすべきなどの指摘もあった。

3. 今後の行方

2015年度中に結論を得ることとされているため、ディスクロージャーWGが開催されるのはあと1、2回と推察される。決算短信の簡素化に関しては、取引所が提案した形となっていることもあり、現時点では、実施される可能性が高い。WGはもともと学識者、弁護士、証券界・銀行界・経済界（発行者）・消費者団体の代表などが中心で、財務諸表利用者の代表は、孤軍奮闘していたが、非常に厳しい状況である。

³ SECや連邦裁判所では、証券詐欺の一種としてルール10b-5違反として取り扱っている。

⁴ 詳細は資本市場研究会編「企業法制の将来展望 2015年度版『会社内部情報に関する報道と開示-ヨーロッパにおける法的規律-』（松井 秀征）、市場濫用行為に関するEUのディレクティブ（MAD II）やレギュレーション（MAR）などを参照されたい。

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=EN>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN>

他方で、FD ルールについては、法令で決定するのか自主ルールによるのか、対象とする情報の範囲をどうするかなど議論すべき重要な論点が多く、WG の残りの回数で内容まで決定するのは困難なようにも思われる。FD ルールの趣旨はともかく、導入した場合に、それを理由に、企業がアナリストの取材や機関投資家との対話に応じなくなる可能性も否定できない。導入する場合は、企業がディスクロージャーに後ろ向きにならないよう、適時開示を法令で強制するなどの措置も必要と思われる。

決算短信の内容など決算発表時の開示内容を簡素化した結果、企業が選択的な開示を行う余地は高まる。それを防止するためにFD ルールを導入した結果、決算のサマリー情報のみ開示され、財務諸表等は開示されていない状況であるにもかかわらず、取材を行うことができないという、アナリストにとって、非常に厳しい事態が起こることも予想される⁵。

⁵ 本件と直接の関係は無いが、リサーチ業務に今後影響を与えそうな海外の動きとして、DIR レポート「リサーチ費用のアンバンドリング（分離明確化）」（鈴木 利光 2016年2月25日）も参照されたい。
http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20160225_010659.html