



寄稿④

「フェア・ディスクロージャー・ルール」の導入とその後

(株)ディスクロージャー&IR総合研究所 顧問 佐藤 進一郎

◆FDルール導入前の懸念と安堵

昨年2018年4月よりフェア・ディスクロージャー・ルール(以下、FDルール)が施行され、1年半になろうとしている。FDルールは、企業が未公表の重要情報を証券アナリストなどに提供した場合、速やかに他の投資家にも公平に情報提供することを求めるものである。導入検討前、証券会社のアナリストによる企業の未公開情報の取扱いに関する不祥事が相次いだことが導入の背景にあった。欧米やアジアの主要市場では既にFDルールが導入されていたこともあり、日本でも2016年10月に金融庁の金融審議会にフェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォースが設置され、同年12月に報告書が取りまとめられ、2017年5月に国会で改正法が成立した。

改正法成立から施行までの1年の間、IRの現場では、導入による期待と逆の悪影響への懸念も混在し、動揺が見られた。例えば、「『重要情報』とは何か?」「株価に重要な影響を及ぼし得る情報とは何か?」「『重要情報』に該当しないとされる『モザイク情報』とは何か?」「FDルールが逆に企業の開示姿勢を委縮させるのではないか?」等々、様々な課題が提起された。しかし、2018年2月に金融庁より公表されたFDルールに関するガイドラインにおいて、「仮に決算情報のうち何が有価証券の価額に重要な影響を与えるのか判断が難しい企業については、インサイダー取引規制の対象となる情報と、公表前の確定的な決算情報を全てFDルールの対象として管理する」との解釈が示されると、最低限の「重要情報」の範囲が狭く明確になったと理解した企業のIR担当者間では一種の“安堵感”が広がったのであった。

◆安堵の先にあったもの

～任意開示の姿勢により評価に差

FDルール導入から1年超が経った今、企業の開示状況を見ると興味深い結果が見られる。FDルールへの対応で開示姿勢が委縮せず、むしろ積極的に開示した企業は、資本市場による評価が高まったことだ。

法律で定められた「重要情報」は前述のように明確になったが、範囲が狭い分、「全ての人々に開示」する情報の範囲が各企業の任意に委ねられている。任意度が高まった分、何を開示すべきかという点について、ガイドラインでは「何が投資判断に影響を及ぼす重要な情報であるかについて、上場会社等と投資家の対話の中でプラクティスを積み上げることができるようになることが望ましい」とされている。

その中でしばしば判断に迷うのが、月次情報(売上高、受注高など)や少数の投資家と行ういわゆる“スモールミーティング”であろう。現場では、企業から「今まで月次情報をアナリストに提供するだけで公表していないが、FDルールに違反しないか?」「スモールミーティングは公平性の点から止めるべきか?」といった質問を今でもよく受ける。これは同業他社を警戒心から詳らかに月々の売上高や受注高等を公表することへの躊躇いや、限定的な投資家とのミーティングで選択的開示をしてしまうリスクや公平性への懸念などが原因と考えられる。しかし、このような課題に対して投資家との対話の中でプラクティスを模索した企業は資本市場から高く評価されたのではないと思われる。

日本証券アナリスト協会による「ディスクリ

「ジャー優良企業選定」の2018年度版は、FDルール導入後初めての選定であったが、同ルール導入を機に情報開示を後退させる企業もあった中、逆に積極的に情報開示を行うことで評価を飛躍的に上げた企業もある。同選定の順位を参考にして、以下、数社に電話取材をしてみた。例えば、運輸セクターで前回7位から今回1位に躍進した日本航空は、FDルールを考慮して月次の輸送実績の速報値を月半ばに自社ウェブサイトにアップし投資家と早いタイミングで共有し対話を深めようとしている。また、スモールミーティングを中止する企業も多い中、同社はCEO・CFOによるスモールミーティングを継続し、その議事録とQ&Aを自社ウェブサイトにアップし、参加できない一般投資家にも内容を公表することで、“情報アクセスの公平性(=エクイタブル・アクセス)”に努めている。また、小売業セクターで前回7位から今回1位に躍進した丸井グループは、月次取扱高について従前は月初に速報値、月半ばに確定値(数字のみ)をそれぞれ公表していたが、FDルール導入を機に、速報値公表時にアナリスト・投資家から受けたQ&Aも確定値とともに継続的に公表することによって、理解促進に役立つQ&Aをより多くの投資家と共有している。これらの月次情報は公表されても上場会社等の有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性が無い場合には、一般的にはそれ自体ではFDルールの対象とならず公表されなくても良いと考えられている。しかし、FDルールの本質は建設的な対話の促進であることを鑑みると、そのための材料を提供・公表することは重要であると考えられる。

◆企業価値向上に資する情報開示

日本IR協議会が実施した「2019年IR活動の実態調査」によると、FDルールがアナリストの行動に影響を与えたと考える企業の22%が、その具体的な変化や影響として挙げたのは「これまでアナリストに伝えてきた情報の公表を求める声が高まった(例：月次情報のウェブサイト掲載等)」と回答している。アナリストは、企業が活動や実績を詳らかにすることを躊躇い公表せず開示の後退となるのではなく、むしろウェブサイト掲載等での公表を望んでいるようだ。

全米IR協会(National Investor Relations Institute)による「Standards of Practice for Investor Relations(=IR活動の規範)」によると、刑事裁判における原則である“疑わしきは罰せず”をなぞらえ、“When in doubt, put it out!(=迷った時は開示せよ)”をスローガンとして主張している。単純化したスローガンとしては分かり易いが、開示を迷った時の拠り所として最も大切なのは、「その開示が対話の促進に資するものなのか？」さらには、「開示により投資家の理解が深まる結果、企業価値の向上に資することなのか？」という点ではないだろうか。迷った時には、その原点に立ち返ってみることだろう。