

情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針
～フェア・ディスクロージャー・ルールを踏まえて～
(「開示と対話のベストプラ指針」)

平成 30 年 2 月 28 日
一般社団法人 日本 IR 協議会

目次

第一	本指針の趣旨・プリンシプル	3
第二	本指針の内容	4
第三	【基本原則 1】法令に基づく一貫した情報開示姿勢	7
第四	【基本原則 2】建設的対話の促進	9
	5-1 将来情報	10
	5-2 過去情報	12
	5-3 その他	12
第五	【基本原則 3】情報アクセスの公平性向上(エクイタブル・アクセス)	14
第六	【基本原則 4】コーポレート・ガバナンス推進の一環としての情報開示方針 (ディスクロージャーポリシー)の策定	16
別紙 1	フェア・ディスクロージャー研究会	18
別紙 2	主要情報ごとの建設的対話の対応方針について	19
	1 インサイダー情報(金商法上の未公表の重要事実)	20
	2 将来の業績や企業価値を予測するための情報(将来情報)	20
	2-1 公表前の決算に関わる情報	20
	2-2 業績予想	21
	2-3 事業・地域等のセグメントごとの業績見通し情報	23
	2-4 中期経営計画等、経営計画に関する情報	24
	3 開示した業績数値に関する情報(過去情報)	25
	4 資本政策を念頭に置いた配当等、株主還元に関する情報、基盤となるキャッ シュフローの配分情報	26
	5 新製品や新規技術開発等に関する情報	26
	6 ESGに関する情報	26
別紙 3	情報アクセスの公平性向上の考え方	28
	【参考資料】	30

情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針
～フェア・ディスクロージャー・ルールを踏まえて～
(「開示と対話のベストプラ指針」)

平成 30 年 2 月 28 日
一般社団法人日本 IR 協議会

第一本指針の趣旨・プリンシプル

1 この行動指針(以下「本指針」という)は、上場企業¹が公平・適時・適切な情報開示を継続し、株主・投資家と建設的な対話をするベストプラクティスに向けて策定するものである。

平成 29 年(2017 年)5 月 24 日に公布された「金融商品取引法の一部を改正する法律」による金融商品取引法(以下「金商法」という)改正により、日本にもいわゆるフェア・ディスクロージャー・ルール(以下「FD ルール」という)が導入された。本指針は、その機会に上場企業が情報開示の基本方針を明確にし、全社的に共有して前向きな対話を進める一助となることを目指している。

2 FD ルールは、公平かつ適時の情報開示に対する市場の信頼を確保するための基本的ルールである。

FD ルール導入の積極的な意義は、①上場企業による早期の情報開示を促進し、上場企業と投資家との対話を促進すること、②アナリストによる客観的で正確な分析・推奨が行われる環境が整備されること、③中長期的な視点に立った投資を行うという投資家側の意識改革につながること等——にあり²、その意義が達成されるよう、上場企業と投資家等が接する現場における真摯な対話を通じて、FD ルールが適切に運用されていくことが望まれる。

3 上場企業においては、ルールの遵守はもとより、経営の透明性を高め、多様な投資家が対話に参加できるようにしておくことが望まれる。当協議会では、フェア・ディスクロージャーのベストプラクティスに向けて、2017 年 4 月に上場企業関係者・投資家・市場関係者・法律家・学識経験者等の有識者による「フェア・ディスクロージャー研究会」(座

¹ 本指針の「上場企業」には、上場投資法人等も含まれる。また「上場会社」と記載している箇所もあるが、意味するところは同じである。

² 金融審議会市場ワーキング・グループ「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告」(2016 年 12 月 7 日)、<http://www.fsa.go.jp/common/diet/193/02/setsume.pdf> 等参照。制度に関する解説として例えば、田原泰雅ほか「フェア・ディスクロージャー・ルール」商事法務 2140 号 20 頁以下など。

長 北川哲雄青山学院大学大学院国際マネジメント研究科教授)を立ち上げた(別紙 1)。特に上記 2①から③の効果を発揮する FD ルール対応のあり方等について議論を行い、このたび「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針～フェア・ディスクロージャー・ルールを踏まえて～」(「開示と対話のベストプラ指針」)(以下「本指針」という)をとりまとめた。

4 本指針は、①FD ルールの導入をひとつの契機として、上場企業の IR 活動のさらなる健全な発展を図ること及び②上場企業と資本市場との建設的対話の促進をより一層図ることを目的としたものであり、当ルールの導入により情報開示の萎縮や対話機会の縮小が引き起こされないように意識し策定した。フェア・ディスクロージャーは、上場企業と投資家が真摯に対話を重ねる中で実現するものである。本指針は、そうしたベストプラクティスをもたらしするための基本原則と留意点、望ましい実務等をまとめたものである。適切な情報開示と対話によって上場企業と投資家が信頼関係を構築し、市場における適正な評価と企業価値向上を導くことを目指している。

第二 本指針の内容

1 本指針では、上場企業に向けて以下の四つの基本原則を提示する³。

【基本原則 1】法令に基づく一貫した情報開示姿勢

FD ルールの目的を理解し、ルールが定める「取引関係者」に伝達された重要情報は同時または速やかに公表すること

【基本原則 2】建設的対話の促進

情報を積極的に開示し、機関投資家・アナリスト等への説明を充実させて建設的対話を促進すること

【基本原則 3】情報アクセスの公平性向上(エクイタブル・アクセス)

機関投資家、アナリスト、個人投資家、市場関係者等の間の情報アクセスの公平性に努めること

³ 本指針では、「公表」「開示」は、法令や金融商品取引所規則に基づいた情報開示に加え、上場企業のウェブサイトへの掲載等の IR 活動により、広い範囲に向けて情報発信することを意味している。他方、「説明」や「対話」は、主に決算説明会やミーティング等の IR 活動を通じて、直接、投資家等と情報共有することを意味している。

【基本原則 4】コーポレート・ガバナンス推進の一環としての情報開示方針(ディスクロージャーポリシー)の策定

自社のコーポレート・ガバナンス推進の一環として「ディスクロージャーポリシー」を策定し、適切な行動のための指針とすること

2 なお本指針では、上場企業が機関投資家・アナリスト等(以下「投資家等」という)に伝達する情報を、FDルールを踏まえて三つに分類している(図表1)。

「A領域」は、すべての人々に開示する情報である。

「B領域」は、すべての人々には開示しないが、建設的な対話を含む投資家等とのコミュニケーションの過程で説明される情報である。「B領域」は、例えば金融や投資の専門知識を持つ機関投資家・アナリスト等を経由して資本市場に伝えることが市場の効率性を高め、企業価値の適切な評価にも貢献すると考えられる情報で、その範囲は広い。

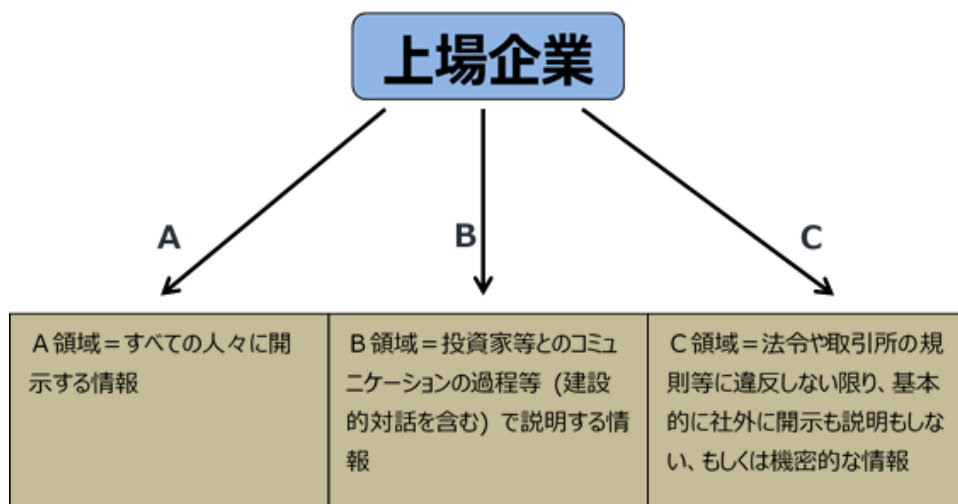
「C領域」は、法令や取引所等の規則に違反したり、社会的に不利益を与えるものでない限り、基本的に社外の者には開示も説明もしない情報である。①機密情報、②守秘義務契約を結んだ上で提供される情報など、必要な関係者以外には口外しない情報、③公開すると経営や事業の競争上の不利益をもたらす、株主の利益や企業価値を棄損する情報、④不確定要素が大きく、公表すると資本市場の誤解を招く情報などが考えられる。

FDルールの導入に伴い、「重要情報」(下記第三参照)については「B領域」とすることが法律違反となり、「A領域」か「C領域」かに振り分けることが上場企業に求められる。他方、「重要情報」に該当しない情報は、「B領域」のままで良い。他方で、こうした振り分けについて上場企業が過度に保守的に対応すると、建設的対話の健全な発展を損なう懸念がある。「B領域」のままでは不公正だといえる「重要情報」なのか、それとも「B領域」のままで良い情報なのかは、実務対応においてもひとつの論点となる。

3 「A領域」と「B領域」との情報区分については一律の形式的基準を設けることが難しいことから、最終的には上場企業関係者と投資家等との間の建設的な対話等を通じてベストプラクティスを実現していくことが期待される。

本指針もフェア・ディスクロージャー研究会等で上場企業関係者と投資家等が対話した上で作成されたものであり、実務にあたって広く参考にされることを目指している。

図表 1 上場企業が資本市場に発信・共有する情報の領域



第三【基本原則 1】法令に基づく一貫した情報開示姿勢—FD ルールの目的を理解し、ルールが定める「取引関係者」に伝達された重要情報は同時または速やかに公表すること

1 FD ルールの施行を機に、上場企業は改めて一貫した姿勢で適切な情報開示と対話に取り組むことが望まれる。情報開示の基本方針を明確にし、それを全社的に共有して前向きに対話を進めることが、FD ルールの意義を達成することにもなる。まずルールの要点を確認しておく。FD ルールは、上場企業の「役員等」⁴(情報提供者)が情報受領者である「取引関係者」に未公表の「重要情報」を伝達した場合には、当該上場企業に対して(同時に又は速やかに)当該重要情報を公表する義務を課すものである。

2 FD ルールの対象となる「重要情報」は、「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」と金商法上定義されている。

具体的には、「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」を含んだものである。そうした重要情報をいかに管理すべきかについては、平成 30 年 4 月 1 日付けで制定・適用される金融庁 FD ガイドライン(「金融商品取引法第 27 条の 36 の規定に関する留意事項について(フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン)⁵をいう)が示している。FD ルールの対象となる重要情報は「未公表の確定的な情報であって、公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報」であり、各企業の状況に応じ、以下のいずれかの方法によって管理することが考えられるとされる(金融庁 FD ガイドライン問 2)。

- ① 諸外国のルールも念頭に、何が株価(有価証券の価額)に重要な影響を及ぼし得る情報か独自の基準を設けて IR 実務を行っているグローバル上場企業は、その基準を用いる
- ② 現在のインサイダー取引規制等に沿って IR 実務を行っている上場企業については、当面、インサイダー取引規制の対象となる情報及び公表前の確定的な決算情報であって株価(有価証券の価額)に重要な影響を与える情報を管理する
- ③ 仮に決算情報のうち何が株価(有価証券の価額)に重要な影響を与えるのか判断が

⁴ 「役員等」とは、上場会社等、上場投資法人等の資産運用会社の役員、代理人若しくは使用人その他の従業者であり、うち役員とは、取締役、会計参与、監査役若しくは執行役又はこれらに準ずる者(金商法 21 条 1 項 1 号)、代理人又は使用人その他の従業者については、取引関係者に情報を伝達する職務を行うこととされている者(一般的には広報や IR 部門の担当従業員)と考えられる。

⁵ 金融庁 FD ガイドライン、およびパブリックコメントに対する回答(「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(平成 30 年 2 月 6 日公表)は <http://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20180206.html> に掲載されている。

難しい上場企業については、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すべて FD ルールの対象として管理する

なお「確定的な決算情報」とは、「年度又は四半期の決算に係る確定的な財務情報」をいう（金融庁 FD ガイドライン問 2）。何をもって「確定的」な決算情報と考えるのかは一概に言いがたいが、各社ごとにいかなる時点で決算情報が確定しているのかについては社内で把握可能であると考えられる⁶。

上場企業は、重要情報を FD ルールの対象となる「取引関係者」に対して選別的に開示しないよう努め、重要情報が「取引関係者」に伝達されたと認められた場合は、FD ルールが定める公表方法（法定開示、適時開示、2 以上の報道機関への公開から 12 時間の経過、当該上場企業のウェブサイトによる公表のいずれか）を通じて速やかに公表する。

3 「取引関係者」とは、情報受領者として、①金融商品取引業者、登録金融機関、信用格付業者若しくは投資法人その他の内閣府令で定める者又はこれらの役員等及び②当該上場会社等の投資者に対する広報に係る業務に関して重要情報の伝達を受け、当該重要情報に基づく投資判断に基づいて当該上場会社等の上場有価証券等に係る売買等を行う蓋然性の高い者として内閣府令で定める者、と定められている。

4 FD ルールの対象となる情報提供者は、①発行者である上場会社等又はその役員及び②取引関係者に情報を伝達する職務を行うこととされている上場会社等の代理人、使用人その他の従業者である。

5 上場会社等がその業務に関して情報を取引関係者に伝達した場合に、当該取引関係者から、当該情報が重要情報に該当するのではないかの指摘を受けたときには、両者の対話を通じて

① 当該情報が重要情報に該当するとの指摘に上場会社等が同意する場合は、当該情報を速やかに公表する

② 両者の対話の結果、当該情報が重要情報に該当しないとの結論に至った場合は、当該情報の公表を行わない

③ 重要情報には該当するものの、公表が適切でないと考えられる場合は、当該情報が公表できるようになるまでの間に限って、当該取引関係者に守秘義務及び当該上場会社等の有価証券に係る売買等を行わない義務を負ってもらい、公表を行わない等の対応をとることが考えられる（金融庁 FD ガイドライン問 3）。

⁶ 決算関係の数値の確定の考え方に関して参考となる論稿として、鍛冶雄一＝志村聡＝河本貴大「業績予想等の修正に関するインサイダー取引規制」商事法務 2148 号 4 頁（2017 年）など。

第四【基本原則 2】建設的対話の促進—情報を積極的に開示し、投資家等への説明を充実させて建設的対話を促進すること

1 コーポレートガバナンス・コードと日本版スチュワードシップ・コードは、上場企業と投資家に、中長期的な企業価値向上という目的を持った建設的な対話を求めている。上場企業が投資家等の関心の高い情報を説明し、質疑応答を行うことは、2つのコードが求める建設的対話の重要な礎を形成するものである。

対話で活用する情報には、例えば「工場見学や事業別説明会で一般に提供されるような情報」など、他の情報と組み合わせることで投資判断に活用できるものの、その情報のみでは、直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報(いわゆるモザイク情報⁷⁾)がある。これらは、それ自体では「重要情報」に該当しないと考えられており(金融庁 FD ガイドライン問 4③参照)、同様に、これまで投資家等とのミーティングや対話等で上場企業側が話してきた内容のすべてが「重要情報」に該当するものではない(建設的対話において説明等を行うことに特段の問題がないと考えられる情報について、以下「モザイク情報等」という)。

FD ルールの目的を理解し、適切に行動する準備をしていれば、ルールの対象となる情報提供者(役員のほか、情報受領者への情報伝達を業務とする者)のみならず、事業部門責任者や工場長等も積極的に対話に参加することが望ましい。

2 上場企業が投資家等の関心の高い情報を説明し、質疑応答を行うことは、2つのコードが求める建設的対話の重要な礎を形成するものである。投資家等の理解を深めるために説明する情報については、①インサイダー情報に該当したり、②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在しない限り、積極的に対話の機会を設けることが望ましい。

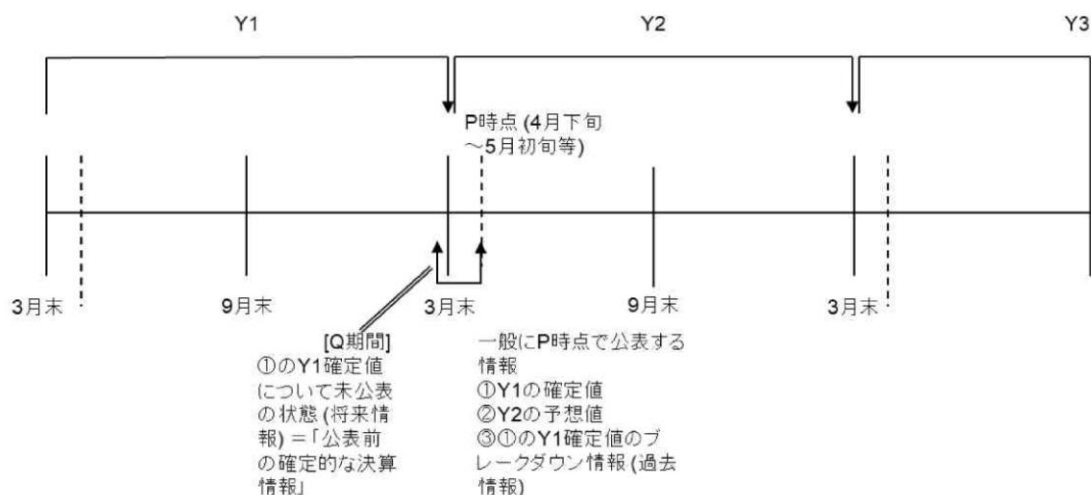
3 「公表前の確定的な決算情報」としては、以下のものが考えられる。

⁷ 「モザイク情報」は、金融審議会 市場ワーキング・グループ「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告」では「他の情報と組み合わせることによって投資判断に影響を及ぼし得るものの、その情報のみでは、直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報」と定義されている。

米国においても、一般投資家には有用でない、ジグソー・パズルのピースのような情報から抽出された熟練アナリストによる最終判断を、米国の Regulation FD は正当な行為としている。全米 IR 協会(National Investor Relations Institute)「Standards of Practice for Investor Relations」(2016)P11-12

また National Investor Relations Institute (全米 IR 協会)は、「アナリストやポートフォリオ・マネジャーは企業業績や予測の分析のために、一般の個人投資家等よりも詳細な情報を利用する。重要情報以外であれば、要望に応じて情報提供するのに何の差し支えもない」と、述べている。全米 IR 協会(National Investor Relations Institute)「Standards of Practice for Investor Relations」(2016)P11

図表2 公表前の確定的な決算情報の考え方(3月末決算の場合を例に)



P 時点(Press 時点)において公表が予定されている確定的な決算情報(上記図表 2 の①)があるとすると、「公表前の確定的な決算情報」に該当するのは、上記図表 2 の Q 期間(Quiet 期間)⁸における①の情報である⁹。なお、四半期決算についても、開示予定の四半期決算数値を開示前にプレビュー取材等の形で説明することは行われるべきでないと考えられる¹⁰。

4 建設的対話において説明される情報と FD ルールとの関係については、基本的には以下のように考えられる。なお、主要情報ごとの建設的対話の実務対応方針案については、別紙 2 を参照されたい。

5-1 将来情報

(1) 将来情報については、①インサイダー情報又は②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当しないものについて、「B 領域」として、建設的対話において説明することができる。

⁸ Q 期間の長さは、上場企業が実務慣行として設定している沈黙期間とは異なる可能性がある。

⁹ 「年度又は四半期の決算に係る確定的な財務情報」であって、公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のあるものであれば、決算に関する定量的な情報のみならず、増収見込みである旨などの定性的な情報も、「決算情報」に該当すると考えられる。他方、小売業等が開示する「月次」の数値は、一般的にそれ自体では「決算情報」には該当しないと考えられる(金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(平成 30 年 2 月 6 日公表)No. 4)。

¹⁰ なお、事業年度内で Q 期間が何度も到来しトータルであまりに長い期間となることは、円滑な建設的対話の観点からあまり望ましくないという指摘もある。Q 期間内でも例えば ESG 情報や経営ビジョンなど公表前の確定的な決算情報に該当しない情報について、建設的な対話が行われることが望ましい。

(2) 公表された業績予想については、金融庁 FD ガイドラインにおいて「公表済の業績予想の前提となった経済の動向の見込み」は「一般的にはそれ自体で FD ルールの対象となる情報に該当しないと考えられます」と明記されているところである。こうした情報は①インサイダー情報に該当したり、②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在しない限り、基本的にモザイク情報等に該当し、建設的対話において積極的に説明することが望ましい¹¹。

特段の事情が存在しうる場合として、「例えば、企業の業績と契約済みの為替予約レートの関係に関する情報であって、その後の実際の為替レートの数値と比較することで容易に今後の企業の業績変化が予測できるような、それ自体として公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のある情報が含まれる場合は、そのような情報は重要情報に該当する可能性がある点にご留意下さい」と金融庁 FD ガイドラインにおいて述べられており、こうした場合については上場企業側も説明等のあり方に注意すべきである。

例えば(5)で述べるように、業績予想に関する対話で活用する情報については、できるだけ要点を「A 領域」として公表した上で、それを深掘りする形で対話することが望ましい。

(3) またアナリストによる業績予想等について、予想の前提となる外部環境や分析のロジック等について議論することは対話の一環といえる。ただし、公表前の確定的な決算情報で、株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報を伝えないよう留意すべきであり、モザイク情報等を活用して対話することが求められる。

(4) 「中長期的な企業戦略・計画等に関する経営者との議論の中で交わされる情報」については、金融庁 FD ガイドラインにおいて、「今後の中長期的な企業戦略・計画等に関する経営者と投資家との建設的な議論の中で交わされる情報は、一般的にはそれ自体では本ルールの対象となる情報に該当しないと考えられます」と明記されているところである¹²。①インサイダー情報に該当したり②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在しない限り、基本的にモザイク情報等に該当し、建設的対話において積極的に説明することが望ましい。

特段の事情が存在しうる場合として、「例えば、中期経営計画の内容として公表を予定している営業利益・純利益に関する具体的な計画内容などが、それ自体として投資判断に

¹¹ ブレークダウン情報等については、業績公表前に、「A 領域」とするか競争上の不利益をもたらす等の理由で「C 領域」とするかについて上場企業側で適切に判断していることが多いであろう。

¹² また金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(平成 30 年 2 月 6 日公表)No. 13 において、中長期的な企業戦略・計画等に関する議論の中で言及される経営に関するいくつかの仮説や選択肢も、一般的には、確定的な情報とは言えず FD ルールの対象とはならない旨の考え方が示されている。

活用できるような、公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のある情報である場合であって、その計画内容を中期経営計画の公表直前に伝達するような場合は、当該情報の伝達が重要情報の伝達に該当する可能性がある点にご留意下さい」と金融庁 FD ガイドラインにおいて述べられており、こうした場合については上場企業側も説明等のありかたに注意すべきである。

例えば(5)で述べるように、中期経営計画等に関する情報やその要点、具体的には利益の目標値等を上場企業が「A 領域」として公表しておくことも、望ましい実務と考えられる。

(5) 将来情報についての対話は、公表された業績予想や中期経営計画等を深掘りしたり非財務情報を活用してなされることが想定される。そのため上場企業は、決算発表資料や決算説明会等を通じてできるだけ要点を「A 領域」として公表した上で、それを深掘りする形で「B 領域」で説明したり質疑応答することが望ましい。なお、「A 領域」で公表されていない重要情報について「B 領域」でいきなり深掘りした説明を行うことのないよう、「A 領域」の開示情報の網羅性についても普段から注意を払っておく。

5-2 過去情報

すでに公表した業績に関わるブレイクダウン情報等の過去情報については、①インサイダー情報に該当したり、②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在する場合はあまり想定されないことから、基本的にモザイク情報等に該当し、建設的対話において積極的に説明することが考えられる。

金融庁 FD ガイドラインにおいては、「既に公表した情報の詳細な内訳や補足説明、公表済の業績予想の前提となった経済の動向の見込み」について、「一般的にはそれ自体では FD ルールの対象となる情報に該当しないと考えられます」と明記されているところである¹³。

投資家等の関心の高い領域に関する情報の要点を「A 領域」として公表した上で、それを深掘りする形で対話することも望ましいと考えられる。

5-3 その他

例えば ESG 関連情報については、中長期的な企業価値向上についての理解を深める趣旨で、積極的に投資家等との対話機会を設けることが望ましい。

投資家等との対話機会が定期的に設けられることが少ない役員、特に社外取締役等の社

¹³ なお、「こうした補足説明等の中に」「その後の実際の・・・数値と比較することで容易に今後の企業の業績変化が予測できるような、それ自体として公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のある情報が含まれる場合は、そのような情報は重要情報に該当する可能性がある点にご留意下さい」と金融庁 FD ガイドラインにおいて述べられている。こうした例外的場合については、上場企業側も説明等のありかたに注意すべきである。

外役員が参加する場合は、FD ルールの目的を理解し、適切に行動する準備をした上で臨むこととする。

第五【基本原則 3】情報アクセスの公平性向上(エクイタブル・アクセス)—機関投資家、アナリスト、個人投資家、市場関係者等の間の情報アクセスの公平性に努めること

1 情報開示と対話のベストプラクティスに向けては、情報にアクセスする機会を拡大することが重要である。上場企業は、機関投資家、アナリスト、個人投資家、市場関係者等の間の情報アクセスの公平性(エクイタブル・アクセス)に努めることが望ましい。具体的には、ウェブサイト等を通じて積極的に情報開示すること、対話の中でよく聞かれる質問への回答など、個人投資家等とも共有するほうがよいと判断した情報をわかりやすく開示すること、等が考えられる。中でも投資判断において有益な情報であると考えられるものについては、その要点等について積極的に開示することが望ましい。

なお、投資家等の専門知識の深さ等によって伝わる情報の深度等が異なる事態(いわゆるディファレンシャル・ディスクロージャー¹⁴)はある程度必然的に生じるものであり、ディファレンシャル・ディスクロージャーが生じること自体が公平性を欠くとまではいえない。ただ、投資家等からの質問等への回答に差が出ないよう、何をどのように答えるかなど、一定の回答・説明方針を準備しておくことも有益である。その場合、当然のことながら B 領域の場合であっても、同じ質問には誰に対しても同じように答えるという配慮も必要である。

2 例えば、上場企業として以下のような事項について対応を検討することは望ましい実務と考えられる¹⁵。

2-1 ウェブサイト等を通じた情報開示の検討

- (1) 決算発表資料や説明会資料等とその要点(①開催日の公表方法、②説明会に参加できない投資家等からの情報のアクセスのあり方、要点の公表や英語版の取扱い等を含む)など
- (2) 長期の経営ビジョンや中期経営計画、事業戦略等に関する説明会資料等やその要点

¹⁴ 「ディファレンシャル・ディスクロージャー」という考え方は、アナリストやポートフォリオ・マネージャーは企業業績や予測の分析のために、一般の個人投資家や金融ジャーナリストよりも詳細な情報を必要とする、という認識に基づく。全米 IR 協会(National Investor Relations Institute)「Standards of Practice for Investor Relations」(2016) 11 頁参照。

¹⁵ エクイタブル・アクセスの例として、例えば、①日立製作所 <http://www.hitachi.co.jp/IR/index.html>、②味の素 https://www.ajinomoto.com/jp/ir/?scid=av_ot_pc_comjhead_ir 等。また三井物産はディスクロージャー・ポリシーの中で公正なアクセス手段(エクイタブル・アクセス)の提供を表明している。

<https://www.mitsui.com/jp/ja/company/outline/governance/ethics/index.html>

<https://www.mitsui.com/jp/en/company/outline/governance/ethics/index.html> (英文)

(3) 投資家等向けの各種の説明会、個人投資家向け説明会、株主総会等の資料やその要点

なお、いかなる情報をウェブサイト等を通じて開示するのかは、上場企業の置かれた状況によって異なる。そのため株主構成や事業規模、業種等を考慮し、各企業の置かれた状況に応じて検討し、判断することが望ましい。参考資料として、別紙 3 にウェブサイトを通じた情報開示状況(「IR 活動の実態調査」結果)を掲載している。

2-2 投資家等との対話に当たって留意する事項の検討

(1) 日本証券業協会がアナリスト向けガイドライン¹⁶で「取材等しないこととする」と定めている情報についての取扱い

(2) 業績予想に関する情報について、①修正の有無が未確定な段階では厳格に管理する旨及び②決算期が近づくなどしてアナリストの業績予想コンセンサスと比較した業績進捗への関心が高い場合、関連する情報の確度が高まった段階で(「B 領域」として扱うのではなく)適切に判断して適時開示等の手続で速やかに公表する旨

(3) 投資家等からの面談要望に対し、不当に差異を設けないための体制整備やアナリストの独立性に不当な影響を及ぼす行為を行わない旨

(4) 経営層が投資家等と対話する「スモールグループミーティング」や海外機関投資家等を対象とする「カンファレンス」等や「1 対 1 ミーティング」ではモザイク情報等を活用する旨。企業規模の拡大や事業環境の変化等を鑑みて、市場と共有すべき情報についてはアクセスの公平性の観点からどのように開示していくかの検討

¹⁶ 日本証券業協会「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」(2016年9月20日)

第六【基本原則 4】コーポレート・ガバナンス推進の一環としての情報開示方針(ディスクロージャーポリシー)の策定—自社のコーポレートガバナンス推進の一環として「ディスクロージャーポリシー」を策定し、適切な行動のための指針とすること

1 上場企業は、情報開示に関する法令遵守のためだけでなく、コーポレートガバナンス推進の一環としての方針を明確にし、全社的に理解しておくことが望ましい。その目的は、自社の持続的成長と中長期的な企業価値向上に向けた取組を積極的に発信しかつ投資家等と深い対話を行うことにある。こうした情報開示方針(いわゆるディスクロージャーポリシー)の策定¹⁷により、投資判断に有用な情報を IR 活動で積極的に発信し、投資家等と建設的に対話する基盤がつけられる。

2 非財務情報を含めた情報開示に対する関心が高まる中、ディスクロージャーポリシーは、自社の経営方針等を投資家等に伝えるため、いかに投資家等と向き合うべきなのかという自社の IR 哲学ともいえるべき企業理念・企業姿勢を内包した内容とすることが望ましい¹⁸。

3 コーポレートガバナンス・コードの原則 5-1 は、「取締役会は、株主との建設的対話を促進するための体制整備・取組に関する方針を検討・承認し、開示すべきである」と述べている。ディスクロージャーポリシーについても、その基本方針の策定等に当たって取締役会が一定のリーダーシップを発揮するなど、自社のコーポレートガバナンス上のひとつのアジェンダとして取り組むことが考えられる。

4 ディスクロージャーポリシーの内容は各社の創意工夫によって定められるべきであるが、従前から上場企業が策定しているポリシーの内容に加えて検討するとよい例示としては以下の事項が考えられる。

- (1) 「重要情報」の定義や考え方、開示の要件、「重要情報」か否かを判断するための基準や仕組み(情報開示委員会の設置等)、
- (2) 公表前の「重要情報」を「取引関係者」に伝えた場合の取扱いの方針と手続
- (3) 上場企業を代表して投資家等と対話するスポークスパーソンの考え方(人物を特定するか否かの方針等)

¹⁷ 公表されているディスクロージャーポリシーの例として、例えば、アステラス製薬 <https://www.astellas.com/jp/corporate/disclosure/index.html> 三井物産(再掲) <https://www.mitsui.com/jp/ja/company/outline/governance/ethics/index.html>

¹⁸ 北川哲雄編著「ガバナンス革命の新たなロードマップ」(東洋経済新報社、2017年)63頁以下(第3章「IR活動の高度化」)など参照。

- (4) 投資家等からよく聞かれる財務情報等についての開示・説明方針¹⁹
- (5) 関連部署の連携体制や情報開示と対話方針の理解度向上

¹⁹ 例えば①比較的短期の業績への影響がたやすく推測できる情報についての取扱い、②月次情報(決算締切月の月次情報、それ以外の月次情報等)についての取扱い、③自社の経営や安定性を示す上で有用である情報(受注高など)についての開示の方針(時期を決めてホームページ上で開示する等)、④日本証券業協会がアナリストに取材をしないようガイドラインで求めている情報についての取扱いなどについて定めることが考えられる。

別紙1 フェア・ディスクロージャー研究会
(氏名 50 音順、敬称略、役職は 2017 年 4 月時点)

座長

北川哲雄 青山学院大学大学院 教授

委員

井口譲二 ニッセイアセットマネジメント 株式運用部 担当部長 ESG 推進室長
チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー

大崎貞和 野村総合研究所 未来創発センター 主席研究員

小澤大二 インベスコ・アセット・マネジメント
取締役運用本部長 チーフ・インベストメント・オフィサー

川端幸治 味の素 財務・経理部 IR グループ長

此尾昌晃 ワコム インベスター・リレーションズ ヴァイスプレジデント

笹川謙 東京エレクトロン IR 室長

佐藤淑子(座長代理) 日本 IR 協議会 専務理事

武井一浩(座長代理) 西村あさひ法律事務所 弁護士(パートナー)

丹智司 ユナイテッドアローズ IR 室 室長

津田和徳 大和証券 エクイティ調査部 チーフアナリスト

円谷昭一 一橋大学大学院 商学研究科 准教授(日本 IR 協議会 客員研究員)

野村嘉浩 野村証券 エクイティ・リサーチ部 エグゼクティブ・ディレクター

星野正智 日興アセットマネジメント 株式運用部企業調査グループ グループディレ
クター シニアアナリスト

溝口健一郎 日立製作所 ブランド・コミュニケーション本部長

柳良平 エーザイ 常務執行役 CFO 兼東洋大学客員教授

山田哲雄 東京海上ホールディングス 経営企画部 広報 IR グループ・マネージャー

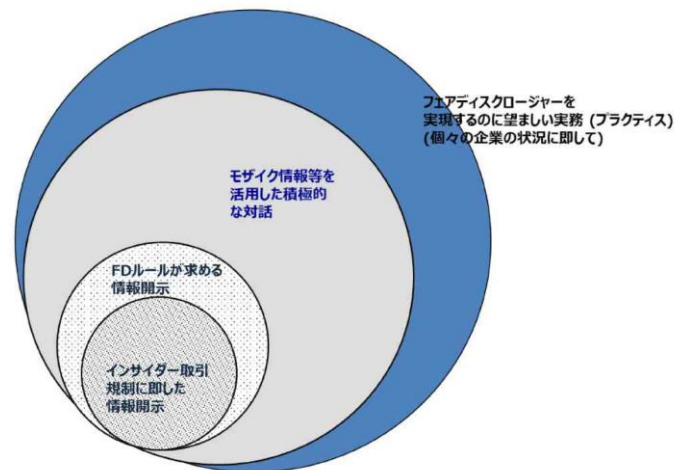
事務局 日本 IR 協議会

協力 西村あさひ法律事務所

別紙 2 主要情報ごとの建設的対話の対応方針について

FD ルールのもとにおける建設的対話の実務対応として²⁰、例えば以下のような態様で、今後も上場企業と投資家等との間で積極的に対話をしていくことが考えられる。本指針の冒頭で述べた通り、フェア・ディスクロージャーは上場企業関係者と投資家等が対話を積み上げて実現していくものであり、以下のような対応を行わなければ FD ルールに抵触するというのではなく、実務にあたっての考え方と留意点をできるだけ具体的に示すことが本指針の趣旨である。

図表 3 FD ルールを踏まえたベストプラクティスに関する行動指針(主要情報ごとの建設的対話の実務対応方針)の概念図



ここでは建設的対話で使われることが多い情報について、①インサイダー取引規制と FD ルール②モザイク理論²¹の観点から、どの情報が「重要情報」「モザイク情報等」に該当するかに関する考え方を示している。以下において「モザイク情報等に該当すると考えられる」²²と記載されている情報は、建設的対話において説明等を行うことに特段の問題がない情報を指している。

²⁰ 日本 IR 協議会「JIRA クイックサーベイ『フェア・ディスクロージャー調査』」(2017 年 2 月)、「フェア・ディスクロージャー研究会」(2017 年 4 月～11 月)での議論に基づいている。

²¹ モザイク理論とは、企業価値の分析は、様々な情報の断片(その中には公表された情報もあれば、未公表の重要でない情報もある)をアナリストが寄せ集めて行うものであり、それが結果として重要な結論に導かれることもあり得る、という考え方に基づくものである。一般投資家には有用でない、ジグソー・パズルのピースのような情報から抽出された熟練アナリストによる最終判断を、米国の Regulation FD は正当な行為としている。全米 IR 協会(National Investor Relations Institute)「Standards of Practice for Investor Relations」(2016)P11-12

²² ただし、「重要情報」「モザイク情報等」に該当するか否かは最終的には法的判断の話であり、本書における言及は法的解釈について何か確定的な結論を当協会として示したものではないことには留意されたい。

なお、望ましいと思われる実務も示しているが、対応しなければ FD ルールに抵触するというのではなく、フェア・ディスクロージャーの実現に向けて個々の上場企業の状況に即して検討されることが期待されるという趣旨である。

1 インサイダー情報(金商法上の未公表の重要事実)

金商法において規定されている未公表の重要事実(いわゆる「インサイダー情報」)は、「重要情報」であり、「モザイク情報等」には該当しないと考えられる。

2 将来の業績や企業価値を予測するための情報(将来情報)

2-1 公表前の決算に関わる情報

(1) 公表前の確定的な決算情報は、①インサイダー情報に該当する場合には「重要情報」にも該当し厳格な管理が求められるが、②インサイダー規制の軽微基準に該当する場合(適時開示する必要はない情報)であっても、株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある場合は「重要情報」と考えられる。したがって、「B 領域」の情報として投資家等に伝えることは控えるべきである²³。

FD ルールを踏まえた上場企業側の情報管理の方法について、金融庁 FD ガイドライン問 2 によると、下記のような整理が示されている。なお「確定的な決算情報」とは、「年度又は四半期の決算に係る確定的な財務情報」をいう(金融庁 FD ガイドライン問 2)。

- ① 諸外国のルールも念頭に、何が株価(有価証券の価額)に重要な影響を及ぼし得る情報か独自の基準を設けて IR 実務を行っているグローバル企業は、その基準を用いる
- ② 現在のインサイダー取引規制等に沿って IR 実務を行っている企業については、当面、インサイダー取引規制の対象となる情報及び公表前の確定的な決算情報であって株価(有価証券の価額)に重要な影響を与える情報を管理する
- ③ 仮に決算情報のうち何が株価(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すべて FD ルールの対象として管理する

(2) 何をもって「確定的」な決算情報と考えるのかは一概に言いがたいが²⁴、各社ごとにいかなる時点で決算情報が確定しているのかについては社内で把握可能であると考えられる

²³ なお、金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(平成 30 年 2 月 6 日公表)No. 4 において、「『月次』の売上等の数値については」、「年度又は四半期の決算に係る確定的な財務情報」という「『決算情報』」の定義に従えば、一般的にはそれ自体では『決算情報』には該当しないものと考えられます」とされている。

²⁴ 決算関係の数値の確定の考え方に関して参考となる論稿として、鍛冶雄一＝志村聡＝河本貴大「業績予想等の修正に関するインサイダー取引規制」商事法務 2148 号 4 頁(2017 年)など。

2-2 業績予想

(1) 開示した業績予想の具体的数値の変更の有無等の進捗状況に関する情報は、インサイダー情報に該当する(従って重要情報にも該当する)場合があることに注意すべきである。

インサイダー情報に該当しない場合には、公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在しない限り、基本的に「モザイク情報等」に該当すると考えられる。なお、日本証券業協会「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」(2016年9月20日)において、未公表の決算期の業績の進捗や着地見通しを示唆する情報は投資者の投資判断に重要な影響を与える情報に該当するおそれがあるとして、定量的な情報のみならず定性的な情報(例えば「巡航速度」「好調・順調」「不調・チャレンジング」等)であっても、上場企業に対する取材等を控えるよう求めているところである。上場企業側としても、期末の近接時期(例えば通期決算の第4四半期、四半期決算の決算締め月に入ってから)や業績変動の確度が高くなっている時期については、特段の事情が存在しうるとして注意が必要である。

他方、業績予想に関する定性的な情報(例えば「巡航速度」「好調・順調」「不調・チャレンジング」等)で上記の時期(期末の近接時期及び業績変動の確度が高くなっている時期)以外の時期における情報については、①インサイダー情報に該当したり②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在することがあまり想定されないことから、基本的に「モザイク情報等」に該当すると考えられる。そのような時期でも該当企業への注目度が高い等の理由から株価に重要な影響を及ぼすことが予想される場合には、「A 領域」で定量的な情報を開示することは望ましい実務と考えられる。

(2) 公表している業績予想値の前提は、①インサイダー情報に該当したり②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在しない限り、基本的に「モザイク情報等」に該当すると考えられる。金融庁 FD ガイドラインにおいても、「既に公表した情報の詳細な内訳や補足説明、公表済の業績予想の前提となった経済の動向の見込み」について、「一般的にはそれ自体では FD ルールの対象となる情報に該当しないと考えられます」と明記されている。

²⁵ なお金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(平成30年2月6日公表)No.4においては、「年度又は四半期の決算に係る確定的な財務情報」であって、公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のあるものであれば、決算に関する定量的な情報のみならず、増収見込みである旨などの定性的な情報も、「決算情報」に該当すると考えられるとされていることにも留意されたい。

特段の事情が存在しうる場合として、「例えば、企業の業績と契約済みの為替予約レートの関係に関する情報であって、その後の実際の為替レートの数値と比較することで容易に今後の企業の業績変化が予測できるような、それ自体として公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のある情報が含まれる場合は、そのような情報は重要情報に該当する可能性がある点にご留意下さい」と金融庁 FD ガイドラインにおいて述べられている。こうした場合²⁶については上場企業側も説明等のありかたに注意すべきである。

こうした特段の事情がある例外的な場合を除き、業績予想値の前提となる情報について上場企業が投資家等に説明し質疑応答することは、建設的対話の重要な礎を形成するものである。業績予想の前提には、為替レートといった外部環境に関わるもの以外にも損益に影響するコスト(製造原価、販管費等)の見通しや売上高に影響する値(販売数量、契約件数、受注高等)の見通し等があり、こうした情報を、上場企業が業績予想値の公表時に「A領域」として公表しておくことも、望ましい実務と考えられる。

日本証券アナリスト協会が2017年7月に実施し10月に公表したアンケート調査結果によると²⁷、業績予想の前提やその変動をもたらす機会とリスクに関わる情報は分析上、不可欠とされている。そうした状況を踏まえ、業績予想について対話で活用する情報については、できるだけ要点を「A領域」として公表した上で、それを深掘りする形で対話することが望ましい。例えば投資家等に対する説明のあり方について自社のディスクロージャーポリシー等において考え方を整理し、上場企業側が「重要情報」に該当する可能性を保守的に考え、建設的対話の内容が後退することがないようにしておくことは望ましい実務と考えられる。例えば業績予想値の変更(修正)をもたらす機会やリスクには、為替等の外部環境、需要や市場動向の変化、事業に関わる法令や制度の改定、事故や災害等のリスク等があり、こうした情報を上場企業が業績予想値の公表時に併せて公表しておくことも、望ま

²⁶ なお、金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(平成30年2月6日公表)No.15においても述べられているとおり、契約済みの為替レートが常にその後の実体経済の数値と比較することで容易に今後の企業の業績変化が予測できる情報に該当するものではない。公表されていない為替予約レートが株価に重要な影響を与えるのかどうかは当該上場企業の業種等次第であり、全ての上場企業において株価に重要な影響を与えるわけではない。また、「為替や市況関連ヘッジの有無、またそのおおよその比率」や「外貨取引における調達通貨」といった情報についても、「その後の実体経済の数値と比較することで容易に今後の企業の業績変化が予測できる」ようなよほど例外的な場合でない限り、基本的にモザイク情報等に該当すると考えられる。

²⁷ 日本証券アナリスト協会「日本版フェア・ディスクロージャー・ルールに関するアンケート調査結果」(2017年10月)によると、将来情報の①業績予測変動をもたらす機会とリスク、②業績予想の前提及び中期経営計画の詳細情報、③業績予想の前提の変化に対する感応度分析、④業績予想の前提と異なる仮定に基づく考え方の議論、⑤財務戦略・事業戦略等は、アナリスト業務を適切に行うために必要不可欠な情報であり、モザイク情報等に該当すると考えるべきであるとの回答が大半を占めている。

しい実務と考えられる²⁸。

2-3 事業・地域等のセグメントごとの業績見通し情報

(1) 事業別、製品別、地域別の見通し情報のうち、まず定性的情報は、①インサイダー情報に該当したり、②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在することがあまり想定されないことから、基本的に「モザイク情報等」に該当すると考えられる。

(2) 事業別、製品別、地域別の見通し情報のうち定量的情報については、①インサイダー情報に該当したり②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情²⁹が存在しない限り、基本的に「モザイク情報等」に該当すると考えられる。事業別、製品別、地域別の見通し情報について上場企業と投資家等との間で対話を行うことは、建設的対話の重要な礎を形成するものでもある。

(3) 事業別、製品別、地域別の見通し情報の要点を上場企業が業績予想値の公表時に「A 領域」として公表しておくことは、その後の対話を「B 領域」で進めやすくなると考えられるため、望ましい実務と考えられる。事業別、製品別、地域別情報については、見通し(予想)に限らず、公表すると他社との競合で不利になるという理由で「C 領域」とするケースも散見されるが、決算発表や業績予想の公表時に一定のセグメント情報を A 領域で公表しておくことは、その後の対話が「B 領域」で進めやすくなる効果があると考えられる。

²⁸ 日本 IR 協議会「JIRA クイックサーベイ『フェア・ディスクロージャー調査』」(2017年2月)結果によると、投資家等に説明している「業績予想の前提」に関する情報のうち、「重要度が高い」という回答が多かった具体例には①主に損益に影響するコストの見通し(製造原価、販管費、利益の内訳など)、②主に売上高に影響する販売数量、契約件数、受注高等の見通し等、③セグメントごとの業績見通し(事業別・製品別業績や、各事業の構成比等)があがっている。また「業績予想変動をもたらす機会とリスク」に関する情報のうち、「重要度が高い」情報の具体例には①事業に関わる制度の変更、②外部環境の見通し(為替・原油価格等)、③市場動向・製品の需要動向等があがっている。さらに主要事業・製品別の売上計画・見通し、詳細な事業別の売上計画・見通し、詳細な地域別の売上計画・見通し等の情報についても具体例をあげて重要度が高いとする回答が多かった。こうした情報について建設的対話等における取扱い等について自社としての考え方を整理しておくことは有益であると考えられる。

²⁹ 重要な主力製品についての見通し状況等については、インサイダー情報に該当したり公表前の確定的な決算情報が容易に推認される特段の事情が存在する場合もあり得るため、このような情報の取扱いについて会社としての基本的考え方を自社のディスクロージャーポリシー等において整理しておくことが望ましい。

2-4 中期経営計画等、経営計画に関する情報

(1) 中期経営計画その他経営計画に関する情報については、①インサイダー情報に該当したり②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在しない限り、基本的に「モザイク情報等」に該当すると考えられる。金融庁 FD ガイドラインにおいても、「中長期的な企業戦略・計画等に関する経営者との議論の中で交わされる情報」については、「一般的にはそれ自体では本ルールの対象となる情報に該当しないと考えられます」と明記されている。

特段の事情が存在する場合として、「例えば、中期経営計画の内容として公表を予定している営業利益・純利益に関する具体的な計画内容などが、それ自体として投資判断に活用できるような、公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のある情報である場合であって、その計画内容を中期経営計画の公表直前に伝達するような場合は、当該情報の伝達が重要情報の伝達に該当する可能性がある点にご留意下さい」と金融庁 FD ガイドラインにおいて述べられており、こうした場合については企業側は説明等のありかたに注意すべきである。また、計画の最終年度の期末の近接期に、計画の進捗状況と見通しが公表前の確定的な決算情報に該当する場合がないかは、念のため注意されたい。

なお、利益の目標値に限らず、中期経営計画等に関する情報の要点を、上場企業が「A 領域」として公表しておくことは、望ましい実務と考えられる。

(2) 中期経営計画その他経営計画の前提となる考え方は、上記の(1)と同様、基本的に「モザイク情報等」に該当すると考えられる。計画のベースとなる事業戦略・財務戦略、計画で掲げた目標値達成に向けての施策や KPI(重要業績評価指標)、事業環境の見通し等を上場企業が投資家等に説明し質疑応答することは、建設的対話の重要な礎を形成するものである。また金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(平成 30 年 2 月 6 日公表)No. 13 においても、中長期的な企業戦略・計画等に関する議論の中で言及される経営に関するいくつかの仮説や選択肢について、一般的には、確定的な情報とは言えず FD ルールの対象とはならない旨の考え方が示されている。

例えばキャッシュフローを活用した投資や還元の大枠や方向性については、中期経営計画等の一環として公表し、①インサイダー情報に該当したり②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在しない限り、投資の方向感や考え方、その前提についての対話機会を積極的に設けることが望ましい。

また中期経営計画その他経営計画の要点、例えば売上高や利益の目標値、資本政策に関する考え方やそれに関わる情報を「A 領域」として公表しておくことは、その後の対話を「B 領域」で進めやすくなる効果があると考えられるため、望ましい実務と考えられる。ただし、要点として公表されていない情報、例えば設備投資、M&A、事業投資、研究開発投資等の進捗状況や、詳細なセグメント情報の見通し等は、決算期や計画の最終年度の期末の

近接期に「B 領域」で伝えると、計画変更の機会とリスクを示唆することにもなり、場合によって株価に重要な影響を及ぼすことがないか、留意しておく必要がある。

(3) 「A 領域」として公表した事業戦略等の計画値や目標値があるときに、計画公表後のその具体的な数値について言及するときには、「A 領域」において言及することが望ましい。公表していないことについて投資家等から質問があった場合は、公表している情報と乖離するような発言は避ける。これらの点に留意した上で、事業戦略の方向感や考え方、その前提についての対話の機会は積極的に設けることが望ましい。こうした対話は、同じく望ましい実務である事業部門別説明会や施設見学会といった IR 活動の厚みを増すこととなる。

3 開示した業績数値に関する情報(過去情報)

(1) 過去の事業年度や決算期の業績に関わる情報について、その変動要因や業績予想値と乖離した理由、また業績値をブレークダウンした情報(事業別・製品別の情報、月次別の情報等)等について上場企業と投資家等との間で対話を行うことは、建設的対話の重要な礎を形成するものである。

すでに公表した業績に関わるブレークダウン情報等の過去情報については、業績公表前に、そうした情報を「A 領域」とするか、競争上の不利益をもたらす等の理由で「C 領域」とするか判断していることもあり、①インサイダー情報に該当したり、②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在することはあまり想定されないことから、基本的にモザイク情報等に該当すると考えられる。金融庁 FD ガイドラインにおいても、「既に公表した情報の詳細な内訳や補足説明、公表済の業績予想の前提となった経済の動向の見込み」について、「一般的にはそれ自体では FD ルールの対象となる情報に該当しないと考えられます」と明記されている³⁰。

例えば投資家等の関心の高い領域に関する情報の要点を「A 領域」として公表した上で、それを深掘りする形で対話することが望ましい。

(2) なお、すでに公表した業績に関わる損益に影響するコストの変動要因や外部環境の変動要因、事業部門等の業績変動要因等について、その後の対話を進めやすくするために、その要点を「A 領域」として公表しておくことも望ましい実務と考えられる。

³⁰ また、金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(平成 30 年 2 月 6 日公表)No. 4 において、「『月次』の売上等の数値については」、「年度又は四半期の決算に係る確定的な財務情報」という「『決算情報』の定義に従えば、一般的にはそれ自体では『決算情報』には該当しないものと考えられます」とされている。

4 資本政策を念頭に置いた配当等、株主還元に関する情報、基盤となるキャッシュフローの配分情報

(1) 開示した将来の配当予想や将来の配当性向の具体的数値の変更の有無等に関する情報は、インサイダー情報に該当する(従って重要情報にも該当する)場合があることに注意すべきである。

(2) 上記(1)以外の情報で例えば配当政策の考え方や、その基盤となるキャッシュフローの創出計画や配分方針、進捗を見るための KPI 等については、①インサイダー情報に該当することや②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在することはあまり想定されないことから、基本的にモザイク情報等に該当すると考えられる。

こうした配当政策・株主還元の考え方、その基盤となる資本政策、資金使途や株主還元の方向感等について上場企業と投資家等との間で対話を行うことは、建設的対話の重要な礎を形成するものでもある。配当政策や株主還元の基本的考え方等についてその要点を「A領域」として公表しておくことは望ましい実務と考えられる。従来の方針を大きく変える場合も「A領域」として公表することが望ましい。

5 新製品や新規技術開発等に関する情報

(1) 新製品や新規技術開発等に関する情報は、①インサイダー情報に該当したり、②公表前の確定的な決算情報で公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在しない限り、基本的に「モザイク情報等」に該当すると考えられる。

(2) なお業界等によっては、新製品や新規技術の開発等に関する情報がインサイダー情報の中のいわゆるバスケット条項の情報に該当したり、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在する場合がありますので、自社のディスクロージャーポリシー等において考え方を整理しておくことは望ましい実務と考えられる。

6 ESGに関する情報

ESGに関する情報(ガバナンスに関する情報を含む)は、近時の建設的対話において特に重要項目となっている。①インサイダー情報に該当したり、②公表前の確定的な決算情報で、公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事

情が存在することはあまり想定されないことから、基本的に「モザイク情報等」に該当する
と考えられる。

別紙3 情報アクセスの公平性向上の考え方

1. 多様な投資家が情報にアクセスする機会を拡大するための取組としては、ウェブサイト(ホームページ)等を活用した開示があげられるが、その実施に向けては、株主構成や事業規模、業種等を考慮し、各上場企業の置かれた状況に応じて検討、判断することが望ましい。以下は、その考え方の一例である。

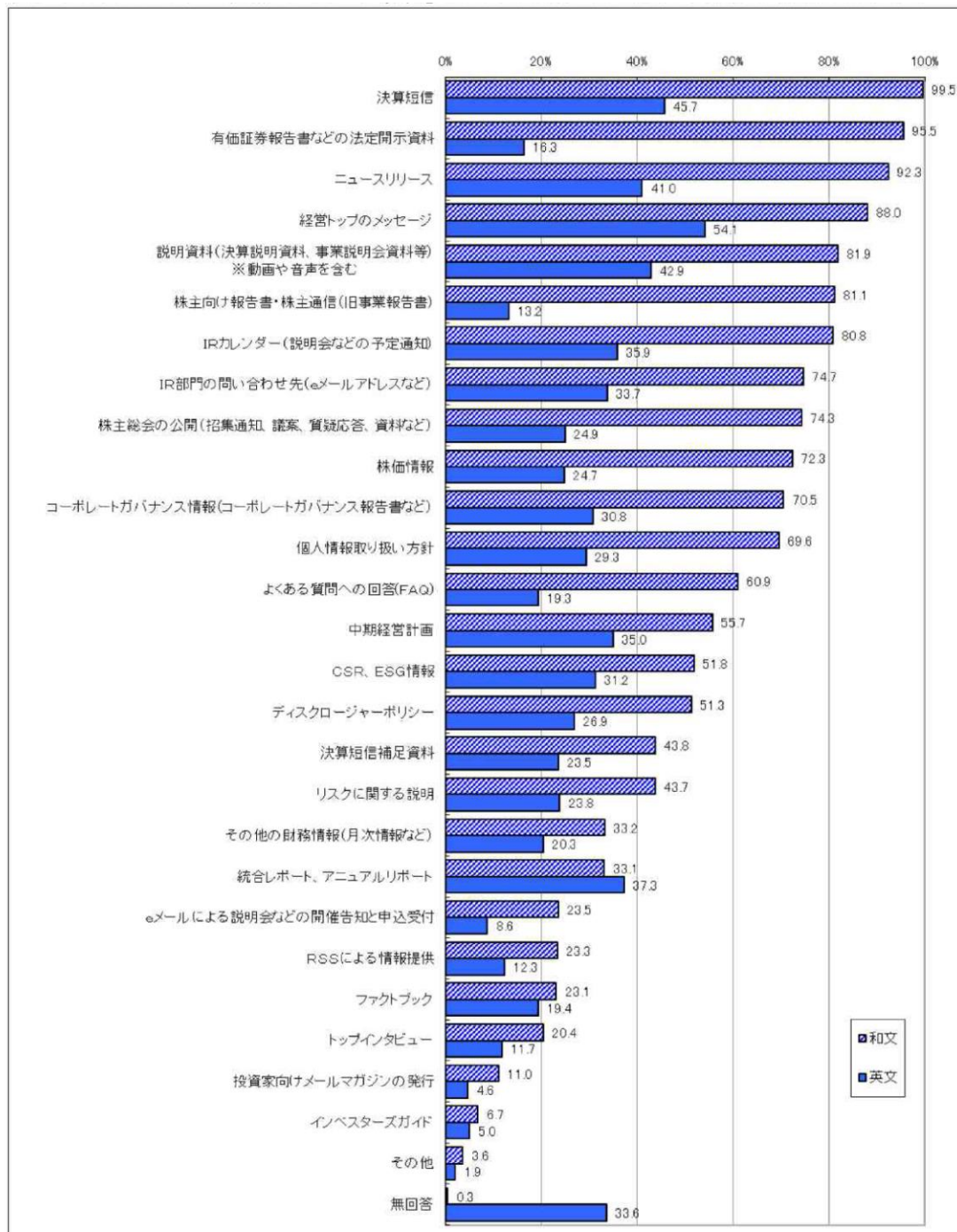
(1) グローバルな機関投資家の持ち株比率が高い等の上場企業は、諸外国のルールや海外企業の活動例などを参考にして、決算発表日と説明会開催日を公表し、決算発表資料や決算説明会資料等を同時、または速やかに自社のウェブサイトに掲載することが望ましい。英語版や質疑応答内容の掲載を検討することも望ましい。

(2) IRの経験を重ねている上場企業は、個人投資家等とも共有するほうがよいと判断した情報や、投資判断において有益な情報であると考えられる情報については、投資家等を対象にした説明会やミーティングで説明するのみならず、その要点等をウェブサイトで開示することが望ましい。

(3) いずれの情報をウェブサイト等に掲載すべきか判断が難しい上場企業は、決算発表資料や決算説明会資料等を、速やかに自社のウェブサイトに掲載することが望ましい。

2. 上場企業によるウェブサイト(ホームページ)等を活用した開示状況は、日本 IR 協議会「IR活動の実態調査」(2016年4月公表)によると、下記のような実施率である。

「投資家向け」または「IR」と明示されたサイトがあると回答した上場企業 952 社がウェブサイトで開示している情報」(日本 IR 協議会「IR 活動の実態調査」(2016 年 4 月公表))



【参考資料】

(インサイダー取引規制の「重要事実」の定義)

金融商品取引法第百六十六条第二項

② 前項に規定する業務等に関する重要事実とは、次に掲げる事実(第一号、第二号、第五号、第六号、第九号、第十号、第十二号及び第十三号に掲げる事実にあつては、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除く。)をいう。

一 当該上場会社等(上場投資法人等を除く。以下この号から第八号までにおいて同じ。)の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定(公表がされたものに限る。)に係る事項を行わないことを決定したこと。

イ 会社法第百九十九条第一項に規定する株式会社の発行する株式若しくはその処分する自己株式を引き受ける者(協同組織金融機関が発行する優先出資を引き受ける者を含む。)の募集(処分する自己株式を引き受ける者の募集をする場合にあつては、これに相当する外国の法令の規定(当該上場会社等が外国会社である場合に限る。以下この条において同じ。)によるものを含む。)又は同法第二百三十八条第一項に規定する募集新株予約権を引き受ける者の募集

ロ 資本金の額の減少

ハ 資本準備金又は利益準備金の額の減少

ニ 会社法第百五十六条第一項(同法第百六十三条及び第百六十五条第三項の規定により読み替えて適用する場合を含む。)の規定又はこれらに相当する外国の法令の規定(当該上場会社等が外国会社である場合に限る。以下この条において同じ。)による自己の株式の取得

ホ 株式無償割当て又は新株予約権無償割当て

へ 株式(優先出資法に規定する優先出資を含む。)の分割

ト 剰余金の配当

チ 株式交換

リ 株式移転

ヌ 合併

ル 会社の分割

ヲ 事業の全部又は一部の譲渡又は譲受け

ワ 解散(合併による解散を除く。)

カ 新製品又は新技術の上場企業化

ヨ 業務上の提携その他のイからカまでに掲げる事項に準ずる事項として政令で定める事項

(二～十四号省略)

(米国 Regulation FD について)

全米 IR 協会「Standards of Practice for Investor Relations」(2016) 21 頁-22 頁

Regulation FD(レギュレーション FD)

証券取引所法の一部であるレギュレーション FD は 2000 年 10 月 23 日から施行された。本規制は発行会社による完全かつ公正な開示を促進し、加えて既存のインサイダー取引規制を明確化、強化するために施行された。一般に、会社が未公表の重要情報を、特定の者(例えば、ブローカー・ディーラー、投資顧問、機関投資家、投資会社、株主、あるいは社債券者)に開示する際、会社は、以下のことが要求される：

- ・ 意図的でなく特定の人物へ情報開示が行われた際は、即座に公衆に情報を開示する
- ・ 意図的に特定の人物へ情報開示を行った際は、同時に公衆に情報を開示する。

会社に対して信認義務を負う者(例えば、取締役、役員及び他の従業員、弁護士、会計士等)及び情報の機密を守ることに明示的に同意した者(例えば、守秘義務契約締結者)は開示規制の例外となる。(中略)ドッド＝フランク法は、NRSROs 及び格付機関に対し、格付けのための情報提供としての開示に関する適用除外規定を削除したレギュレーション FD の改正を実施した。

レギュレーション FD による開示方法は以下を含む：

- ・ SEC 登録
- ・ 適切に周知され公開された(アクセス可能な)カンファレンスコール
- ・ プレスリリース
- ・ 上場企業ウェブサイトへの掲載
- ・ その他の「広く提供されるように適切に設計された、排他的ではない発信方法による公衆への情報配信」方法の組み合わせ

SEC は Form 8-k による登録はレギュレーション FD の報告義務を充足することを明らかにした(<http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>)。

SEC のスタッフによってレギュレーション FD の解釈に関するガイダンスが提供されている(<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/reg F D-interp.htm>)。

SEC は 2013 年 4 月に、ネットフリックス社の CEO の行為に関する調査報告書において、レギュレーション FD がどのようにソーシャルメディアに適用されるかについて、見解を

明らかにした。SEC は、会社が「投資家に対して、どのソーシャルメディアを情報の公表手段として用いるかを予め周知していた場合に限り、[レギュレーション FD] に従って重要な情報を発表するために」、Facebook や Twitter のような上場企業のソーシャルメディアを使うことができるとする（報告書について、<http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-69279.pdf> を参照）。

（証券業協会のアナリスト向けガイドラインで定められた、取材してはならない情報の定義）

日本証券業協会「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」(2016)3 頁-5 頁

この項では、特に未公表の決算期の業績に関する情報をアナリストが発行体への取材等により取得することは、未公表の決算期の業績を容易に推測し得るより深い情報を受領するおそれが高いと考えられることを念頭に、アナリストが発行体への取材等により取得すべきではないと考えられる情報の種類及びその例外となる情報について、考え方を示すこととします。

① アナリストによる「未公表の決算期の業績に関する情報」の発行体への取材等についてアナリストは、発行体に対して、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とする。

【考え方】

- 未公表の決算期(四半期・通期)の業績の進捗や着地見通しを示唆する情報については、規則第 8 条第 1 項第 1 号に規定する重要情報に該当する、もしくはそれを内包する、又は他の情報との組み合わせにより重要情報となりうる情報であるおそれが高いと考えられる。
- また、未公表情報の取得後に当該情報が重要情報に該当するかどうかの判断をアナリストに一任することは、アナリストによる不適切な情報伝達行為を誘発するおそれがある等、結果として情報管理態勢が不十分となるおそれがある。
- よって、未公表の決算期の業績に関する情報は、法人関係情報であるか否か(又は含むか含まないか)にかかわらずアナリストが発行体から取材等により取得しないようにすることが、情報管理態勢の実効性を高める方法であると考えられる。
- 例外として、未公表情報のうち公開・公知となったもの及びその内訳(発行体から個別に提供される地域やセグメント毎の詳細の情報等)は取材等により取得しても良いこととする。ただし、未公表の決算期の業績を容易に推測するために、公開・公知となった情報の深耕となる情報(公開・公知になっていない費用、利益率等の数値や、月次の決算数値の容易な推測につながるような情報)を取材等しないよう留意する必要がある。

● 意図せず未公表の決算期の業績に関する情報を取得した場合は、調査部門の審査担当者又は管理部門に報告しなければならない。その結果、重要情報に該当すると判断された場合は、適正に管理しなければならない。なお、アナリスト及び報告を受けた審査担当者は、当該情報が法人関係情報に該当するおそれがあると判断した場合は、社内規則で定める方法により管理部門に報告しなければならない。

● 発行体に投資者等と同行する場合において、「未公表の決算期の業績に関する情報」を発行体への取材等により取得することは、重要情報への該当性等について社内の審査を経ることなく、当該情報を特定の投資者等に直接的に情報伝達する行為に等しいとみなされるおそれがある。よって、アナリストは同行者(投資者等)の有無にかかわらず、「未公表の決算期の業績に関する情報」の発行体への取材等しないこととする。また、他の目的で投資者等を同行する場合でも、同行者(投資者等)に対して「未公表の決算期の業績に関する情報」を発行体に取材等することのないよう留意する必要がある。

② アナリストによる「未公表の決算期の業績以外に関する定量的な情報」の発行体への取材等についてアナリストは、発行体に対して、未公表の決算期の業績以外に関する定量的な情報(公表若しくは公開・公知となった情報を除く。)のうち業績が容易に推測できることとなるものは取材等しないこととする。

【考え方】

● 未公表の決算期の情報のうち定量的な情報(公表若しくは公開・公知となった情報を除く。)は、内容が業績以外に関するものであっても、他の情報と組み合わせることや簡単な計算を行うこと等により間接的に業績に結び付き、業績が容易に推測できる情報(アナリストによる通常分析過程を経ることなく業績が容易に推測できる情報。以下同じ。)があると考えられることから、取材等には留意が必要である。ただし、以下の例のように、明らかに業績とは無関係なものは、取材等することができる。

● 通期・中期計画(会社業績予想を含む)の内容であって、以下に掲げるもの
ただし、期中に行われる通期の業績予想修正の内容については、会社公表情報の背景、理由、地域やセグメント毎の内訳等の確認は可能と考える。一方で、当該四半期の業績が積み上がり始めていることに留意し、未公表の決算期の業績を容易に推測できる情報を取材等しないよう留意する必要がある。

a) 環境認識：為替、原油価格、業界全体の需要予測、製品価格動向など

b) 販売量等：自社の販売計画、価格見通し、出店計画など

c) 設備投資、研究開発費計画、財務方針(例：売上債権回転率の圧縮目標)など

※ 前提として、未公表の実績値が含まれていない会社計画(業績予想を含む。)は、業績に関する情報には該当しないと考える。

● 将来予想

ただし、来期会社計画(会社業績予想を含む。)については、第4四半期以降の取材等では

今期業績の具体的数値若しくはそれらを容易に推測できる情報を取得することに繋がるおそれが大きい場合、取材等しないこととする。

・ 意図せず未公表の決算期の業績以外に関する定量的な情報のうち業績が容易に推測できることとなるものを取得した場合は、調査部門の審査担当者又は管理部門に報告しなければならない。その結果、重要情報に該当すると判断された場合は、適正に管理しなければならない。なお、アナリスト及び報告を受けた審査担当者は、当該情報が法人関係情報に該当するおそれがあると判断した場合は、社内規則で定める方法により管理部門に報告しなければならない。

③ アナリストによる「上記①、②以外の情報」の発行体への取材等についてアナリストは、発行体に対して、上記①、②以外の情報に関する取材等しても良いこととする。

【考え方】

● 公表済みの決算期の情報又は未公表の決算期の情報であっても業績以外に関する定性的な情報については、結果として未公表の決算期の業績に結び付く（業績を容易に推測できる）情報に該当するおそれはあるものの、「未公表の決算期の業績に関する情報」や「未公表の決算期の業績以外に関する定量的な情報のうち業績が容易に推測できることとなるもの」と比べその蓋然性が低いと考えられることから、発行体への取材等により取得しても良いこととする。

● 取材等により取得した情報が未公表の決算期の業績に結び付く（業績を容易に推測できる）情報又はその他の法人関係情報（資金調達、業務提携等）等管理すべき重要情報に該当するか否かの判断に迷う場合は、調査部門の審査担当者又は管理部門に報告しなければならない。その結果、重要情報に該当すると判断された場合は、適正に管理しなければならない。なお、アナリスト及び報告を受けた審査担当者は、当該情報が法人関係情報に該当するおそれがあると判断した場合は、社内規則で定める方法により管理部門に報告しなければならない。