

## 【投資家フォーラム 第9回会合 報告書】

投資家フォーラム

メインテーマ： フェア・ディスクロージャー・ルールについて  
サブテーマ： 個別の議決権行使結果の公表

日時：2016年12月6日 18:30-20:30

場所：株式会社 QUICK 会議室

参加者：25名

目的：

- ・ フェア・ディスクロージャー・ルール導入に係る審議の状況<sup>1</sup>を適切に把握するとともに、実務上の留意事項や懸念点等の有無について議論し、その成果を発信することを目的として、投資家フォーラム第9回会合が開催された。同会合では、フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告書<sup>2</sup>（会合時点では案、以下「タスクフォース報告書」という）の内容をもとに参加者間で実務上の留意事項等について議論を行った。
- ・ また、議決権行使結果の個別企業・議案ごとの公表については、すでに投資家フォーラム第7回会合で議論したが、機関投資家の関心が依然として高い事項であることから、公表の制度化へ向けた動きを中心に、サブテーマとして取り上げた。

以下では、投資家フォーラム 第9回会合にて参加者から提出された主な意見を列挙している。なお、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見が提出された場合にはこれを併記している<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 2016年4月に、金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループは報告書を公表し、我が国においてフェア・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とした。これを受けて、同年10月に、金融審議会市場ワーキング・グループの下に「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2日までの間に、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入について3回にわたり検討が行われた。

<sup>2</sup> 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～投資家への公平・適時な情報開示の確保のために～」（平成28年12月7日）。  
[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryoku/20161207/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20161207/01.pdf)

<sup>3</sup> 本会合には武井一浩弁護士がゲストとして参加し、諸外国におけるフェア・ディスクロージャー・ルールの導入の状況等を概説した。

## I メインテーマ： フェア・ディスクロージャー・ルールについて

### 1. 情報の範囲について

- 会合では、タスクフォース報告書に盛り込まれた提案内容を確認しつつ、議論を進めた。
- 企業に関する情報の取り扱いについては、既に幾つかのルールが存在している。すなわち、①インサイダー取引ルール、②臨時報告書提出義務、そして③適時開示ルール、④日本証券業協会が作成した法人関係情報管理のガイドライン、の4つだ。今回のタスクフォース報告書では、フェア・ディスクロージャーの対象とすべき情報の範囲について、「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関係す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格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。これは一つには、昨年の証券会社による法人関係情報管理違反の事案が考慮された。インサイダー取引規制の軽微基準が緩すぎるという問題意識からだ。つまり、同軽微基準によれば、例えば30%未満の利益の予想値に対する変動は基準内だが、状況にもよるが、実際は予想値から25%も利益が動けば株価への影響は大きいと考えられる。
- このように規制の対象とすべき情報の範囲について、現在のインサイダー取引規制より枠を広げようという意図をもつ一方、タスクフォース報告書では、「工場見学や事業別説明会で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（いわゆるモザイク情報）は、本ルールの対象外とすることが適当である」として、対象とする情報範囲が過度に拡大することに対して歯止めをかけようという意図がうかがえる。
- これらの事柄を確認の上議論に入った。
- ✓ 投資家の観点からは、規制の対象とする情報の範囲をインサイダー取引規制と同様にしたら一番明快だ。各国も同様であり、何がインサイダー取引規制の対象かは投資家もみなわかっているはずだ。今回の提案はこれをはみ出す部分もあるが、投資家にとって意外性はなく、これまでの社内的な体制、コンプライアンスの姿勢で混乱なく対応できるだろう。
- ✓ インサイダー規制の対象を超える部分についての文言は、EUのインサイダー規制の文言を踏襲している。海外の投資家にもわかりやすいのではないかな。
- ✓ なるほどこの部分は注意深く書いてあるが、普通の人を読むと、軽微基準があてはまらない場合のことだけでなく、もっと広く対象を設定しているようにもとれてしまう。企業がそのように読むと開示が萎縮してしまう。インサイダー取引規制の範囲が基本だが、同規制のバスケット条項をこの文言のように読むべきだ、ということを、投資家としてはもっと明確にして欲しい。
- ✓ 軽微基準が緩すぎるからハードルをもっと厳しくするのだとして、どのあたりが適正なのかは、はっきりしない。ケース・バイ・ケースかもしれない。そうだとすると企業側の開示は萎縮する。

- ✓ 萎縮するというより、軽微基準が緩すぎることを企業が認識すれば、基準の適用にもっと慎重になる、ということではないか。
- ✓ 「法人関係情報」の規定ではいけないのか。
- ✓ 法人関係情報は、投資銀行業務から得られる発行に係る情報やブローカー業務における売買注文の情報など投資家が直接入手し得ない情報を持つ証券会社を適用対象に作られている。これを投資家や企業にまで当てはめるのは無理がある。どこまでが規制の範囲なのか本当にわからなくなり、企業の開示が萎縮するのではないか。
- ✓ タスクフォース報告書の提案は何でもかんでも未公表であったらだめだということにはなっていない。
- ✓ しかし、企業のホームページに掲載しないが、説明会の資料に利用していたような情報に関しては、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入により扱いが慎重になるだろう。
- ✓ そのような情報をホームページに掲載すべきか否かは、ホームページに掲載しないことが不公正だと、みなが考えるかどうかによる。そういうバランス感覚が大事だ。
- ✓ モザイク情報の観点からは、稼働率について工場見学で聞くのはよくて、訪問して聞いたらルールにひっかかるのか。
- ✓ 稼働率や月次情報だけで株価の動向や今期の業績予想を割り出せる人も、割り出せない人もいる。アナリストや投資家の力量も関係しているのではないか。
- ✓ 金融庁も規制の対象の範囲を無用に広げることがないようにしていると思うので、範囲を広げるべきという意図と勘違いしないで理解すべきだ。

## 2. 規制のあり方（エンフォースメント）に関して

- ✓ 当局としては、ルールの遵守に関しては株価の動き等の外的事象から判断するしかないのではないか。企業と投資家の個別の会話までチェックしようがない。どのような情報が株価を動かすかについては、企業も投資家も概ねわかっている。両者の対話が新しいルールの導入によって萎縮することはないのではないか。
- ✓ 企業が気づかずに情報を伝えてしまった場合は、気づいた時点でただちに開示すればよく、当局から指示、命令が発せられるのは、公表を促しても企業が従わなかった場合だ。新しいルールが導入されるからといって、萎縮する理由がないことを企業に伝えるとよい。
- ✓ 特定の人だけが聞いたら問題だという事柄を企業との対話の中で知ったら、投資家は当該企業が発行する証券の取引を停止して、そのうえでさらに、情報が公開されるまで売買できないから早く公表するようにと企業に伝えるべきだ。フェア・ディスクロージャー・ルールのエンフォースメントは、投資家のそうした行動が前提となっている。投資家にも公平な開示を促す責任がある。
- ✓ 当社ではグレーな情報が入った場合には売買を即停止し、コンプライアンス・オフィサーと一緒に会社に必ず電話し、公表を促している。内部の情報管理のみで企業側にフィードバックをしないと、企業は状況を把握できない。

- ✓ フェア・ディスクロージャー・ルールと、インサイダー取引規制と関係する情報隔離との関係はどうか。該当する情報を投資家側が隔離処理してその銘柄の取引を停止すれば、企業側に開示義務が生じないという理解でよいか。
- ✓ 投資家側が守秘義務に同意してフェア・ディスクロージャー・ルールの例外規定に該当すれば企業側に開示義務は生じない。このような例外規定が明示されることは、フェア・ディスクロージャー・ルールのメリットだ。

### 3. 開示について

- ✓ フェア・ディスクロージャー・ルールの趣旨は、企業の情報開示を促すことだ。企業は確定的な決算情報のような数字が上がったら、速やかに公表することだ。中途半端に公表しないことがリスクとなる。
- ✓ トランプゲームのババ抜きではないが、企業も投資家も本来公表すべき情報が手許に残っていないように、自分のところから手離れを良くすべきだ。
- ✓ タスクフォース報告書では EDINET、TDnet のほか、企業のホームページでの発信も公表とみなすとされているが、米国のように SNS での発表は認められていない。

### 4. 広報、メディアに関する影響

- ✓ 自社の業績についてメディアで大きく取り上げてもらおうという企業の思惑もあり、発表前に情報が流れている場合も多いのではないか。
- ✓ アナリストや投資家に話さないことは、記者にも守秘義務の前提が確認されないなら話さないということが基本的なスタンスだろう。ただ、そのような前提ならば情報提供は可能だということだろう。

### 5. 開示の後退懸念について

- ✓ 企業が萎縮して開示が後退するという観点からの報道が目立った。対話を充実させるうえで企業と投資家が一対一で話せる世界は絶対必要で、そうした取り組みへ向けて企業側の対応を萎縮させないことが重要だ。開示ルールの範囲が良くわからないから答えない、と企業側が安易に保守的な対応に陥ることは回避しなければならない。
- ✓ 開示すべき情報の範囲を厳密に定義するよりも、企業、投資家、証券会社、メディアも全部含めて、当事者が相互に経験値・プラクティスを積み上げていくしかない。そのためには、エンフォースメントは緩やかにする必要がある。
- ✓ 最初はプラクティスに幅があるとしても、試行錯誤の積み重ねを通じて幅が狭まって合意形成がなされる。そういう方向感をもってフェア・ディスクロージャー・ルール導入をとらえるべきだ。
- ✓ エンゲージメントは、具体的な数字よりも考え方のような定性情報が重要なことが多い。そう

した情報は今回のルール作りにおいても問題とされていない。企業側がそこを勘違いすると困る。

- ✓ 当社は受け取るべきでない情報の内容を厳しくみており、企業にもそのように伝えているが、企業側に混乱はなく、対話が阻害されるという感じをもっていない。ただ、確定業績に関する情報は公表の対象だということを、規模の小さい会社の中には十分理解していないものもあるかもしれない。そうだとしたら、開示のルール化は規範徹底の意味がある。
- ✓ エンゲージメントの成り立ちからすると、今回のルール導入により大きな影響がないことを、企業やメディアを含めた関係者に投資家から伝えていくことが大事だ。

## II サブテーマ： 個別の議決権行使結果の公表について

### 1. 対象の範囲について

- ✓ 対象が投資信託のみなのか年金も含まれるかは明記されていないが、通常は公募投資信託のみが対象となるのではないか。
- ✓ 公募投資信託の分だけしか公表しないと、隠しているのではないかと疑われてしまう。
- ✓ 一律に個別企業・議案ごとの公表を行うのではなく、例えば大量保有報告書を提出する銘柄に限定して個別での公表を行うという選択肢もあるのではないか。
- ✓ グローバルな運用会社が複数の拠点で日本株を保有し、しかも拠点ごとに議決権行使ガイドラインが少しずつ異なる場合、不統一な行使結果をそのまま個別で公表すると、情報の利用者(主に最終受益者である個人投資家)にとって、却ってわかりにくくなってしまっているのではないか。

### 2. 公表のデメリット

- ✓ 賛否の判断が対話にもとづいている場合、もともになる対話の中身は、当たり前だが公表すべき性格のものではない。
- ✓ 個別に検討して裁量的な判断を入れて賛否を決めると、メディアから、また場合によっては該当企業の同業他社からも、何故そうした行使結果になるかを疑問視されかねず、それを避けようとする画一的な基準にもとづいてルールベースで賛否を判断する方向に行きかねない。対話が後退する懸念がある。
- ✓ 特定の主義主張に基づく株主提案などについて、主義に係わる論争に焦点が移り、企業価値の創造から論点がそれることが危惧される。

### 3. コンプライ・オア・エクスプレイン

- ✓ 規制当局は、コンプライする運用会社ばかりではなく、エクスプレインする運用会社も相当数

に上ることを想定しているようだ。

- ✓ コンプライしない、利益相反が適切に管理されていないと受け取られる懸念があり、それを考慮するとコンプライせずにエクспレインすることが現実にはむしろかくなる一方、コンプライしても、やましいところがあるからコンプライしたと勘ぐられる。
- ✓ 利益相反の回避が個別公表の目的だとしたら、金融機関の系列会社にとって、コンプライせずにエクспレインするという選択肢は事実上存在しない。「コンプライしろ」と言われているに近い。
- ✓ エクспレインについての照会対応もどれだけ大変か見通せない。説明してうまく真意が伝わるかどうかも見通せない。曲解されるリスクもある。
- ✓ 公表しオープンにしないと、やましいことをしていないのにやましいことをしていると受け止められかねない。大手であればあるほど疑われる。
- ✓ アセット・オーナーに対しても、議決権を行使した企業に対しても議決権行使結果を既に開示していることが、エクспレインとして受け入れてもらえるのか。
- ✓ コンプライ・オア・エクспレインの建て付けが無意味なものになってしまうことに危機感がある。

## <投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせて新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割「スチュワードシップ責任」が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘<sup>(注1、2)</sup>するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

(注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針 7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

(注2) 伊藤レポート (p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

\*投資家フォーラムの活動内容については下記のホームページをご覧ください。

<http://investorforum.jp>