

## ディスクロージャー・ワーキング・グループ メンバー名簿

平成17年6月28日現在

|      |        |   |
|------|--------|---|
| 座長   | 岩原 紳作  | 東京大学 大学院 法学政治学研究科 教授                              |
| 座長代理 | 斎藤 静樹  | 明治学院大学 経済学部 教授                                    |
| メンバー | 伊藤 雄二  | 住友化学工業株式会社 常務取締役                                  |
|      | 引頭 麻実  | 大和証券SMBC株式会社 事業調査部部长                              |
|      | 遠藤 博志  | 財団法人 財務会計基準機構 常務理事                                |
|      | 大崎 貞和  | 株式会社 野村資本市場研究所 研究主幹                               |
|      | 金子 義昭  | 社団法人 投資信託協会 副会長                                   |
|      | 木村 裕士  | 日本労働組合総連合会 総合政策局長                                 |
|      | 久保田 政一 | 社団法人 日本経済団体連合会 経済本部長                              |
|      | 黒沼 悦郎  | 早稲田大学 大学院 法務研究科 教授                                |
|      | 境 康    | 株式会社 三井住友フィナンシャルグループ 財務部長                         |
|      | 逆瀬 重郎  | 株式会社 日立製作所 財務一部主管                                 |
|      | 首藤 恵   | 早稲田大学 大学院 ファイナンス研究科 教授                            |
|      | 高橋 厚男  | 日本証券業協会 副会長                                       |
|      | 田地 伸至  | クレディスイス ファースト ホストン証券会社<br>ディレクター・デビュティ ジェネラル カンセル |
|      | 田島 優子  | さわやか法律事務所 弁護士                                     |
|      | 田中 浩   | 野村證券株式会社 執行役                                      |
|      | 長友 英資  | 株式会社 東京証券取引所 常務取締役                                |
|      | 中村 武郎  | キャピタル・インターナショナル株式会社<br>シニア ヴァイス プレジデント            |
|      | 原 早苗   | 埼玉大学 経済学部 非常勤講師                                   |
|      | 榎田 元生  | 三菱重工業株式会社 常務取締役                                   |
|      | 増田 宏一  | 日本公認会計士協会 副会長                                     |
|      | 町田 祥弘  | 青山学院大学大学院 会計プロフェッション研究科 教授                        |
|      | 松島 憲之  | 日興シティグループ証券株式会社<br>株式調査部 マネジング ディレクター             |
|      | 吉田 稔   | 旭化成株式会社 業務監査室長 理事                                 |

(敬称略:五十音順)

# 金融審議会金融分科会第一部会 ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告 — 今後の開示制度のあり方について —

## I. 審議経過等

金融審議会金融分科会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループ(WG)では、昨年(平成16年)10月以降、我が国ディスクロージャー制度のあり方について、①ディスクロージャー制度が全体として真に体系的・合理的なものになっているか、②ディスクロージャー制度に対する信頼が真に定着しているか、③ディスクロージャー制度が真に使い勝手のよいものとなっているかとの観点から、幅広い検討を進めてきた。

この間、昨年10月中旬以降、証券取引法上のディスクロージャーをめぐる不適正な事例が相次いで判明するところとなったことから、ディスクロージャー制度に対する信頼を確保するとの観点から、当WGは、昨年12月24日、①財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者の評価と公認会計士等による監査のあり方、②継続開示義務違反に対する課徴金制度のあり方、③コーポレート・ガバナンスに係る開示の充実のあり方、④親会社が継続開示会社でない場合の親会社情報の開示の充実のあり方の4項目について、他の審議項目と切り離して報告を行った。当WGにおいては、その後、残された審議項目について、さらに審議を進め、今般、報告を取りまとめたものである。

今後、本報告に示された考え方を踏まえて、関係者において細部の検討が進められ、現在、第一部会で進められている投資サービス法制の検討と整合性をとった形で、適切な制度整備が図られるよう期待する。

## II. 四半期開示のあり方

### 1. 四半期開示の意義と現状

近年、企業を取り巻く経営環境の変化は激しく、これに伴い、企業業績も短期間のうちに一層、大きく変化するようになってきている。こうした状況の下では、投資者に対し、企業業績等に係る情報をより適時に開示することが求められるとともに、これを通じて、企業内においても、より適時に経営管理に必要な情報を把握し、的確な経営のチェックを行っていくことが期待される。

四半期開示は、以上のようなニーズを受け、適時開示の一環として、東京証券取引所をはじめとする全国の証券取引所において段階的に導入されてきている。具体的には、平成15年4月から、「四半期業績の概況」として、第1・第3四半期における売上高等についての開示が導入され、さらに、平成16年4月からは、「四半期財務・業績の概況」として、第1・第3四半期における財政状態及び経営成績(要約連結貸借対照表、要約連結損益計算書を含む。)についての開示が導入された。この「四半期財務・業績の概況」についての開示が全ての上場会社に義務づけられるのは、平成19年4月からとされているが、平成16年10月～12月の四半期において、東京証券取引所に上場している会社の既に87.9%が「四半期財務・業績の概況」の開示を開始している。

業種によっては季節によって収益の偏り等があり、四半期開示は却って投資者に誤解を招くのではないかとの指摘も当初はみられたが、季節変動に関する情報等の蓄積も進んでおり、四半期開示は既に相当程度、定着してきているものと考えられる。

## 2. 四半期開示をめぐる今後の課題

以上のように、四半期開示については、当初の想定をはるかに上回るペースで実務面での対応が進んできていると考えられるが、このことを踏まえ、今後はさらに、次のような観点から、制度の整備を図っていくことが重要な課題となる。

- ① 証券取引所における四半期開示で開示が求められる要約連結貸借対照表、要約損益計算書等の作成基準については、四半期開示の導入を円滑に進める等の観点から、中間連結財務諸表等の作成基準をベースとしながらも、かなり広汎に選択的な手続の採用が許容されている。情報の比較可能性を高める観点から、四半期財務諸表の作成基準について一層の統一を図るべきである、
- ② 証券取引所における四半期開示では、これらの要約連結貸借対照表、要約連結損益計算書等について公認会計士又は監査法人による保証手続が求められていない。四半期財務諸表の信頼性を高める観点から、保証手続に係る基準を整備し、その導入を図るべきである、
- ③ 証券取引所における四半期開示では、四半期情報に虚偽記載等がある場合であっても、罰則は適用されず、虚偽記載等により損害を被った投資者に対する証券取引法上の民事責任規定等も適用されない。また、四半期開示を発行登録制度上の参照書類と位置づけていくことの必要性等も考えると、証券取引

法上も、四半期報告制度を整備していくべきである。

なお、四半期開示を証券取引法上の開示としても位置づけていくことについては、法制化することでかえって四半期開示に求められる適時性、迅速性が失われないかとの指摘がある。四半期報告制度の法制化に当たっては、四半期開示の適時性・迅速性が失われることがないよう、十分な配慮が行われるべきである。

### **3. 四半期報告制度の具体的なあり方**

#### **(1) 開示対象会社**

四半期開示は、会社に対する投資判断に資する情報として、当該会社の企業業績等に係る情報をより適時に提供することを趣旨とするものであり、その情報は、市場において流通し、頻繁に値付けが行われる有価証券ほど、重要性の高いものであると考えられる。

こうした観点から、四半期報告制度の対象会社は、有価証券報告書提出会社のうち、その有価証券が証券取引所に上場されている又は店頭有価証券市場に登録されている会社を基本とすることが適切である。

なお、外国会社については、その母国である国・地域において四半期開示が導入されていない場合が考えられる。このため、このような外国会社に対する四半期報告制度の適用については、投資者保護に欠けることがないよう留意しつつ、必要に応じ一定の経過期間を設けるなど、所要の対応を検討していくことが適切である。

#### **(2) 開示時期**

現行の有価証券報告書の提出期限は事業年度終了後3月以内、半期報告書の提出期限も半期終了後3月以内とされているが、四半期報告書については、その適時性、迅速性を重視し、証券取引所における四半期開示状況（東京証券取引所における平均開示所要日数は36.1日（平成16年10月～12月の四半期））等を踏まえ、できる限り早期の提出期限を設定することが適切である。

米国では、従来、四半期終了後45日以内が四半期報告書の提出期限とされてきたが、一定の要件を満たす会社については、2005年12月15日以降終了する事業年度において35日にまで提出期限が短縮されることとされている。

これらを踏まえれば、四半期報告書の提出期限については、最低限45日以内とした上で、できる限りその短縮化を図っていくことが適切である。

なお、証券取引法上、提出期限を一般的に定めると、多くの四半期報告書が提

出期限直前に提出されることにならないかとの指摘があることを考慮すると、四半期報告書の提出期限について、例えば、「四半期連結財務諸表作成後速やかに提出しなければならない。ただし、四半期終了後〇日を超えてはならない」という形で規定することも検討に値しよう。

また、以上は証券取引法に基づく四半期報告書の提出期限の取扱いであり、証券取引所における適時開示については、これにとらわれず、適時性、迅速性の観点から可能な限り即時の開示が求められることはいうまでもない。これに関して、開示企業がプレス・リリースを活用して、企業業績に係る情報を、信頼性を確保しつつ、従来以上に適時な形で開示していくことを可能にするための方策について検討すべきであるとの指摘があった。

### **(3) 開示内容**

四半期報告書における開示内容については、四半期開示の適時性、迅速性を損なわないことに留意しつつ、重要な投資情報については十分に的確な情報の提供が行われていくよう配慮する必要がある。とりわけ、四半期報告書の導入に伴い、従来の半期報告書について見直しが行われる場合には、適時性、迅速性の要請と十分性、信頼性の要請の双方を勘案して、投資情報全体として開示の後退となることのないよう留意する必要がある。

四半期報告書における具体的な開示項目としては、

- ① 四半期貸借対照表、四半期損益計算書、四半期キャッシュ・フロー計算書及び四半期セグメント情報の財務情報
- ② 財政状態及び経営成績の分析や企業・事業等の状況、株式等の状況などの非財務情報

等が考えられるが、その具体的な内容については、上記の観点から十分な吟味が行われる必要がある。

また、投資情報としては、連結グループ全体の動きを把握することが重要であると考えられることから、これらの情報は、基本的に連結ベースで記載することが適切であると考えられるが、仮に四半期報告書の導入に伴い、従来の半期報告書が廃止される場合には、セグメント情報の充実を図るとともに、単体ベースの情報についても、四半期報告(特に、第2四半期)において何らかの開示を求める必要がないか検討する必要がある。

### **(4) 四半期財務諸表の作成基準**

現状、四半期財務諸表の作成基準として活用されている東京証券取引所の

「四半期財務情報の作成・開示に関する手引き」は、四半期開示の導入段階において実務面での円滑な対応を可能にしたものとして高く評価されるが、四半期開示が定着してきている中、今後、四半期財務諸表をより比較可能性のあるものとしていくため、四半期財務諸表の作成基準の一層の整備を図っていくことが適切である。

四半期財務諸表の作成基準の整備に当たっては、投資情報としての四半期財務諸表の重要性に十分、留意するとともに、四半期開示の適時性、迅速性を確保する観点から、一定の簡便法を採用するなど実務面でも十分な配慮が求められる。

こうした点も踏まえ、四半期財務諸表の作成基準について、(財)財務会計基準機構・企業会計基準委員会においてすみやかに策定作業が進められるよう要請したい。

#### **(5) 四半期財務諸表の保証手続**

四半期財務諸表について投資者の信頼性を高めていくためには、公認会計士又は監査法人による保証制度の整備が重要となる。一方、四半期財務諸表について、従来と同様の監査手続を求めていくこととすれば、実査を含む手続に相当程度の時間を要することとなり、四半期報告書に求められる適時性、迅速性を確保することは困難となる。

米国においては、四半期財務諸表について、積極的に四半期財務諸表の適正性を証明する監査ではなく、四半期財務諸表に誤りは認められないといった形での保証手続(「レビュー」)が導入されており、我が国においてもその導入を図っていくことが適切である。このため、四半期財務諸表についてのレビュー手続に係る保証基準の整備が図られるべきである。

なお、四半期財務諸表に係るレビューの信頼性を確保していくためには、その前提として、開示会社における財務報告に係る内部統制が有効に検証されていることが重要となると考えられるところであり、財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者による評価と公認会計士等による検証のあり方についても真剣な検討が進められるべきである。

#### **(6) 半期報告制度の取扱い**

四半期報告制度を証券取引法上、導入していく場合、現在の半期報告制度の取扱いをどのようにするかとの問題が生じる。この点について、開示制度の体系としては次の2つの体系が考えられる。一つは、半期報告制度を存続し、第1・第

3四半期について四半期報告を求める体系であり、もう一つは、半期報告制度を廃止し、四半期報告制度に統一する体系である。

この点については、企業の業績等が短期間に大きく変動するようになってきている中、投資者が投資判断を行う上では、四半期情報が、第1四半期から第3四半期を通して、迅速、かつ、同じタイミングで開示されることが一層、重要となってきたおり、また、四半期情報を用いて期中の企業業績等を比較・分析するためには、第1四半期から第3四半期を通して、統一した形で四半期情報が開示されることが重要であるとの指摘がある。

これらの指摘を考慮すれば、四半期報告制度を証券取引法上も整備していくに当たって、半期報告制度を廃止し<sup>(注1)</sup>、四半期報告制度に統一することが考えられる。

しかしながら、投資情報の適時性、迅速性に加えて、その十分性や信頼性の観点から、投資情報全体として開示の後退とならないよう、四半期報告制度に統一するに当たっては、次の要件が満たされることが前提として必要となろう。

- ① 四半期報告書において開示される四半期連結貸借対照表、四半期連結損益計算書、四半期連結キャッシュ・フロー計算書及び四半期セグメント情報の財務情報が投資判断を行うために必要な詳しさのものとなること、
- ② 四半期報告において必要な連結非財務情報が開示されること、
- ③ 四半期報告(特に、第2四半期)において、必要に応じて単体情報についても開示されること、
- ④ 四半期財務諸表に係る開示企業の内部統制が適正に確保されていることを前提に、公認会計士又は監査法人によるレビュー手続が投資者の信頼を十分に確保した形で実施されること。

今後、四半期財務諸表に係る作成基準の整備と並行して四半期報告制度における具体的な開示内容の吟味等を進めるとともに、四半期財務諸表に係るレビュー手続の整備等を進め、その上で、以上の前提が満たされているかを判断し、四半期報告制度への統一の是非について最終的な判断が行われるべきである。

なお、仮に、以上の前提が満たされ、四半期報告制度に統一される場合には、これまでの制度の存在を前提に運用されていると考えられる証券取引法以外の

---

注1：ただし、上場会社等以外の継続開示会社において四半期報告が行われない場合には、引き続き、半期報告書の提出を求める必要がある。また、上場会社等とそれ以外の会社で2つの制度を維持していくことのコスト等を考慮し、仮に、上場会社等についての四半期報告制度の導入に伴い、従来の半期報告制度が廃止される場合には、将来的に、上場会社等以外の会社に係る四半期報告制度の取扱いについても検討していくことが必要となろう。

法律に基づく諸制度のあり方についても、政府部内において十分な検討が行われる必要がある。

#### 4. 証券取引所における適時開示等のあり方

##### (1) 決算短信のあり方

証券取引所における決算短信の内容は、証券取引法上の有価証券報告書と重複する部分が多く、上場会社にとって負担となっており、また、このため、より迅速な決算発表が制約されているとの指摘がある。決算短信の開示内容については、開示情報の速報性や提出会社の事務負担等を勘案し、証券取引法に基づく開示と証券取引所における適時開示との役割分担に留意して、関係者において十分な検討が行われることが適切である。

##### (2) 業績予想のあり方

決算短信で記載が要請されている業績予想については、本来、アナリスト等が分析・提供していくべき情報であり、四半期開示により実績情報がより頻繁に開示されていくのであれば、上場会社自らに開示を求めることは見直していくべきではないかとの指摘がある。一方で、アナリスト等による分析の対象となっていない上場会社が数多く存在するとの現状等にかんがみ、業績予想の開示は、とりわけ個人投資者にとって有用な情報であり、これを直ちにやめてしまうことには問題があるとの指摘がある。業績予想の開示のあり方については、例えば、業績予想の開示の仕方について一層柔軟な対応ができないか等を含め、関係者において十分な検討が行われることが適切である。

### Ⅲ. 証券取引法上の開示規制の再編

#### 1. 開示規制の現状と今後の課題

近年、発行体自体の信用力ではなく、発行体が保有する資産をその価値の裏付けとする資産金融型証券(ファンドやABS)を中心に、証券取引法上の有価証券の範囲が拡大し、証券取引法上の開示規制の対象となっている。

これに対し、証券取引法上の開示規制は基本的に株券・社債券といった伝統的な有価証券を前提とした枠組みで構成されており、これが、有価証券の種類如何にかかわらず、一様に適用されることとなれば、有価証券の種類によって不都

合が生じうると考えられる。

このため、これまで、個別にさまざまな制度的での対応がとられてきたが、結果として、制度を横断的にみた時に不整合となっている部分がないかといった問題が指摘されている。

また、株券・社債券といった伝統的な有価証券の分野を含め、多様な取引形態が出現してくる中、開示規制を機械的に適用した場合には実際上の不都合が生じることが指摘され、これを解消するため、これまで、さまざまな解釈上又は実務上の対応が行われてきた。

現在、投資サービス法制のあり方についての検討が進められているが、投資サービス法制の下では、開示規制の対象となる投資サービスの範囲がこれまで以上に拡大すると考えられることから、以上のような問題に対応する必要性はさらに増大するものと考えられる。このため、今後の開示規制の再編の方向性として、有価証券(投資サービス)をその性質及び流通性に依じて分類し、その分類ごとにふさわしい開示規制のあり方を検討し、体系的な整理を行うことが考えられる。

また、有価証券(投資サービス)をめぐる取引の態様が将来的にさらに複雑多様化していく可能性を念頭に、開示規制の適用につき、より柔軟に判断をしていけるような枠組みの検討も求められよう。

## **2. 開示規制の再編に当たっての具体的な検討の方向性**

以上の問題意識に立って、今後の開示規制の再編に当たっては、以下のような方向で検討が進められるべきである。

### **(1) 有価証券の性質に着目した検討**

有価証券は、その性質に応じて、株券や社債券のように企業としての発行体自体の信用力にその価値を置く企業金融型証券と、ファンドやABSのように発行体の保有する資産をその価値の裏付けとする資産金融型証券に分類されるところであり、性質が類似している有価証券については、基本的に類似の開示規制が適用されるよう、開示規制の整備が検討されるべきである。また、類似の有価証券間において開示規制の不整合があるものについては、その妥当性を検討し、必要があれば是正を行っていくことが適切である<sup>(注2)</sup>。

---

注2：このような不整合の例としては、①投資信託証券のうち投資証券のみが発行登録制度の対象とされており、投資証券以外の投資信託証券やABSには発行登録が認められていないこと、②議決権を有する有価証券のうち投資証券のみ大量保有報告書制度の対象外とされていること等を挙げることができる。

## **(2) 資産金融型証券の開示内容・手続の検討**

資産金融型証券については、資産の内容に関する情報や運用者・運用サービスの内容に関する情報をよりきめ細かく提供させることを検討する一方で、その商品特性等に応じた開示の枠組みについて検討するとともに、より柔軟な手続が可能であれば、それを活用していくことについても検討することが適切である<sup>(注3)</sup>。

## **(3) 有価証券の流動性に着目した検討**

有価証券は、その流動性に着目すれば、証券取引所に上場され、流動性の高い流通市場をもつ有価証券、上場されておらず、流動性の高い流通市場をもたない有価証券、さらには、譲渡性が制限されていることなどにより流通の可能性に乏しい有価証券等に分類される。

証券取引所に上場された有価証券については、四半期情報など、より頻繁な投資情報の提供が求められる一方、非上場有価証券について同様の開示を求めた場合には、当該情報の有用性に比して、発行者に過度の負担を与えかねないことに留意する必要がある。この関連で、非上場有価証券に係る有価証券報告書の提出免除要件の範囲の拡大についても検討することが適切である。

また、その譲渡性が制限されている有価証券については、当該有価証券に係る潜在的な投資者が存在しない又は限定されるため、当該有価証券の発行時における有価証券届出書やその後の有価証券報告書等の提出といった公衆縦覧型開示を求めていく必要性が乏しいものと考えられる。したがって、当該有価証券の発行時及びその後において継続的に当該有価証券に関する情報を当該有価証券の所有者に直接開示することが行われている場合には、公衆縦覧型開示を免除することも検討していくべきであると考えられる。

## **(4) 開示規制の適用柔軟化に向けた一般ルールの検討**

開示規制を機械的に適用した場合に生じる実際上の不都合を解消するため、解釈上あるいは実務上、対応してきた事項についてその内容を分析、整理し、一般ルール化が適切であると判断されるものについては、一般ルール化を図るべきである<sup>(注4)</sup>。

---

注3：米国では、ABSについて、四半期報告書の提出に代えて、配当時(月次)に受託銀行の作成するサービシングや分配に関するレポートのコピーを臨時報告書として提出することが認められている。

注4：解釈上・実務上の対応の例としては、①その会社の役員・従業員に対してストックオプション

## (5) プロ／アマ規制のあり方の検討

投資サービス法制におけるプロ／アマ規制のあり方の検討に対応し、適格機関投資家の範囲の拡大、プロ私募の要件とされる転売制限の柔軟化等について、取引の実態等に即して検討を行っていくことが適切である。

## (6) 発行者概念の検討

資産金融型証券を中心に、発行者が誰であるかが明白ではない有価証券が拡大する中、発行者概念についても再整理しておく必要がある。発行者概念は、開示義務の所在を定めるものであると同時に、業者規制の適用等にも影響を及ぼすものである。このため、開示規制の再編における発行者概念の整理に当たっては、投資サービス法制全体との整合性にも留意していく必要があるが、開示規制上は、開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者を発行者として定義し、その者に開示義務を負わすことが適切であると考えられるところであり、これを基本に発行者概念を整理し、業者規制は発行者概念から切り離して考えていくことも検討に値しよう。

なお、発行者概念との関連では、目論見書に記載された財務諸表の適正性に関して、元引受証券会社は、監査法人等の監査を受けた財務諸表についても相当な注意を用いなければ損害賠償責任を免責されないことから、目論見書の審査に当たり過度の負担を強いられているとの指摘がある。この点に関しては、有価証券届出書に記載された財務諸表について、元引受証券会社は相当の注意を用いるべきであるとの指摘もあり、目論見書の適正確保に向けた元引受証券会社と監査法人等との役割分担のあり方については、引き続き十分な検討を行っていくことが適切である。

## (7) 証券取引法以外の業法における開示制度との整理の検討

投資信託及び投資法人に関する法律では投資信託約款の交付、運用報告書の作成等が義務づけられているなど、証券取引法以外の業法においても開示制度が定められている。開示規制の再編に当たっては、投資サービス法制の検討

---

としての新株予約権証券を付与する場合であって一定の要件を満たすときには、募集に該当するか否かの判定に当たり、その役員・従業員を勧誘の相手方の人数から除外することとされていること、②会社新設の際、株式の全部を発起人引受けにより発行する場合は募集に該当しないこととされていること、③一定の要件を満たす従業員持株会については個々の従業員ではなく従業員持株会を一人の株主をして取り扱うこととされていること等が挙げられる。

において投資サービス法制と証券取引法以外の業法との関係がどのように整理されていくかを踏まえ、投資者保護に欠けることがないよう留意しながら、他の開示規制との整理・統合についても検討していく必要がある。

## **(8) その他**

有価証券の取引形態が多様になってきていることを踏まえ、投資情報の的確な提供を確保しつつ、有価証券取引制度の円滑な運用が損なわれることのないよう、募集・売出し概念についても、再整理を検討していく必要があるとの指摘があった。

この関連で、WGにおいては、PTSにおける上場有価証券の売買に係る売出し概念の整理について検討を行った。<sup>(注 5)</sup>証券会社が特に認可を受けて行うPTSにおける取引であり、かつ、取引の対象が上場されている有価証券であれば、投資者は基本的に十分な投資情報の入手が可能であると考えられ、売出しに該当しないとの取扱いをしても、投資者保護に欠けることはないものと考えられる。

また、PTS以外における売買や上場有価証券以外の売買についても、取引の実態を踏まえ、今後、必要に応じ、その取扱いの明確化が図られるべきである。

この他、地方債、特殊法人債など開示規制が免除されている有価証券の範囲についても再検討が必要であるとの指摘があった。

## **IV. 投資情報の的確な提供と公平な開示の確保**

### **1. IR活動及びアナリスト機能の重要性とアナリストの中立性の確保**

近年の開示制度の整備を通じた開示内容の充実に伴い、投資者に開示される企業情報等の内容は、より専門化、複雑化してきている。開示制度の整備に当たっては、投資者に対する分かりやすい情報の提供という点に十分な配慮が払われるべきであると考えるが、併せて、企業自身によるIR活動やアナリストによる投資情報の分析・提供機能が一層重要になってきていると考えられる。

また、アナリスト機能の重要性が増してきている状況下において、投資者に対する適切な情報提供との観点から、証券アナリストの中立性の確保がこれまで以上に重要になってきていると考えられる。

---

注 5 : 証券取引所に上場されている有価証券であっても、多数の者に均一の条件で売り付ける場合には売出しに該当し、勧誘の相手方に、その有価証券や発行者に関する情報を記載した目論見書を交付しなければならないこととされている。

米国では、2001年に発生したリサーチ・レポートの中立性に関するアナリストの利益相反問題に関し、2003年春に包括的和解が行われ、大手証券会社に対して独立系アナリストのリサーチの購入が義務づけられ、このこともあって、独立系アナリストが増加しているといわれる。

我が国においては、アナリストの中立性確保に向けたルール整備が日本証券業協会と日本証券アナリスト協会により行われてきており、その徹底に向け、関係者において引き続き各般の努力が行われるべきである。

## 2. 公正な情報開示の確保

公正・公平な情報提供は、証券市場の健全な発展に必要な不可欠な要素であると考えられるが、現在の証券取引法上の開示規制や公正取引規制においては、歪んだ情報提供そのものを規制するルールは極めて限られたものとなっている。

すなわち、開示規制の適用は法定開示書類の虚偽記載等に限られ、また、公正取引規制のうち、インサイダー取引規制、風説の流布等の禁止規定、相場操縦・安定操作規制は、違反者による取引行為や一定の目的の存在を前提とした規定であり、歪んだ情報提供それ自体を規制するものではない。わずかに、不正の手段、計画又は技巧による有価証券の売買の禁止規定が、一定の場合に、歪んだ情報提供それ自体に対する規制となりうるものであるが、これについては、規定が漠然としており、発動が難しいとの指摘がある。

これに対し、諸外国においては、米国におけるフェア・ディスクロージャー規制、英国におけるマーケット・アビュース規制及びEU市場濫用指令における適時開示、フェア・ディスクロージャー規制のように、違反者による取引行為等の有無にかかわらず、歪んだ情報提供自体を規制するルールが整備されてきている<sup>(注6)</sup>。

この点に関して、WGでは、我が国において業績予想などを含め証券取引所における適時開示制度が整備されており、米国におけるフェア・ディスクロージャー

---

注6：米国のフェア・ディスクロージャー規制では、特定の第三者に重要かつ非公開の情報を意図的に開示した場合には同時に、意図的でなく開示した場合には速やかに、当該情報を公開しなければならないこととされている。また、英国におけるマーケット・アビュース規制は、市場における不正行為(market abuse)として、投資物件の需要、供給又は価格について、市場の通常の利用者に間違った印象又は誤解を招くような印象を与える可能性がある行為を行った場合には、金融サービス機構(FSA)は制裁金を課すことができるとされている。さらに、EU市場濫用指令では、発行者は内部情報をできるだけ早く公表すること、自己の正当な利益を害するおそれがある場合には、自己の責任で公表を遅らせることができること、第三者に内部情報を意図的に開示したときは同時に、意図的でなく開示したときは速やかに、当該情報を公開しなければならないこととされている。

規制導入の契機となった、アナリストをめぐるガイダンスの問題<sup>(注7)</sup>などは、顕著な形では発生していないことが指摘された。また、こうした我が国の状況下において、フェア・ディスクロージャー規制などの規制を導入すれば、企業は情報を提供することに過度に消極的になり、マイナスの影響が大きいと考えられるので、当面は、証券取引所における適時開示や証券取引法上の公正取引規制の徹底等を通じて対応を図っていくべきではないかとの指摘があった。

証券市場における公正・公平な情報提供の確保との課題に対して、どのような形で対応していくのが適切かについては、証券市場をめぐる今後の動向等を注視しながら、引き続き多面的に検討を行っていく必要があると考えられる。

### 3. 電子開示システム(EDINET)の機能拡充

証券市場の効率性を向上させるためには、開示情報が投資者に迅速に伝達され、その情報を投資者が迅速に分析・加工することにより、投資判断を行うことができるということが重要であると考えられる。これを実現するためのインフラ整備として、投資者のニーズを踏まえた電子開示システム(EDINET)の機能拡充が必要不可欠である。

こうした要請を受け、EDINETの高度化に向けた取組みについて、関係機関間における適切な連携を図り、計画的かつ効率的な形で取組みを進めていくことを目的とした「EDINETの高度化に関する協議会」が昨年11月に設置された。

EDINETの機能拡充として、

- ① 文書全体の印刷を可能とする等の印刷機能の拡充
- ② 用語検索を行うことができる開示書類の範囲の拡大等の検索機能の拡充等
- ③ 財務情報を迅速に分析・加工することが容易となるコンピュータ言語であるXBRLをEDINETに導入していく

ことが重要であり、真剣な取組みを期待したい。

また、システムの整備に当たっては、証券取引所による電子開示システムとの接続が容易になるよう、検討していくことが適切である。

---

注7：米国では、企業の四半期ごとの業績予想(1株当たり利益の予想)は専らアナリストが行っているが、企業は、株価の乱高下を避けるため、アナリストの予想が実績に近いものになるよう、いわゆるガイダンス(予想が実績に近づくようにするための誘導)を頻繁に行ってきたといわれ、こうした慣行により、特定のアナリストのみが業績予想に関する情報を入手し、一部の者に利得を与える機会をつくっていたとの強い批判があった。