

独立系 IR コンサルティング会社として数多くの企業のサポートをしているフィナンテックより、企業において IR 活動を行う皆様や証券業界関係者の皆様に対して、常に最新の情報をご提供してまいります。

## 1. フィナンテックからのお知らせ

当社は4月27日に「香港証券取引所への上場セミナー」を開催いたします。日本企業、特にアジアで事業を展開する企業様にとって、香港の証券市場の活用は今後十分に検討に値する財務戦略です。株式による資金調達では世界第4位の市場の活用、現地企業のM&Aの際の株式利用など財務の観点に加えて、製品・サービスの市場での企業PR活動としても、現地市場への上場の意義があります。上記セミナーには、香港証券取引所、現地最大手の大福証券からのゲストが参加、講演をいたします。また、香港市場に進出した企業経営者もお迎えしてお話を伺います。

皆様のご参加をお待ちしております。 [http://www.finantec-net.com/topics/topics\\_detail.php?id=51](http://www.finantec-net.com/topics/topics_detail.php?id=51)

## 2. コラム「決算情報に関するインサイダー取引規制」

今年に入ってから上場企業の元取締役、監査役など役員によるインサイダー取引（内部者取引）事件が報道されています。そのうち1件は開示している業績予想を下方修正する必要があることが確実になった時点で、取締役自身が自社株式を売却したというものでした。社内の役員が職務上知ったインサイダー情報を、自己の利益のために利用することは言語道断です。そうした悪意での利用による事件以外に、決算情報を社内外の第三者に業務上の必要性から伝える場合があります。社内間の連絡、社外に対しては会計士、弁護士、証券会社、コンサルタント等、普段から財務会計業務について情報交換、相談している相手に、業績予想の修正等で相談するケースもあります。信用できる相手と秘密保持契約を結んだ上で相談するのは当然の配慮です。そうした対策を行った上で普段から重要な情報をやりとりしている中で、逆にいつの時点で法的、制度的に重要と認められる情報を授受したのか、という認識があいまいなケースがあるのではないのでしょうか。

インサイダー取引や開示書類の虚偽記載など金融商品取引法の規定に違反する行為に対する課徴金制度がありますが、この見直しは昨年12月に施行となりました。課徴金の金額水準の引き上げと対象範囲の拡大で、これまで以上に違反行為が厳しく問われることとなります。改めてインサイダー取引に対する備えを考えていく必要があります。

違反の対象行為は複数ありますが、その中で上場企業の決算情報（予想修正等）に関するインサイダー取引規制について、過去の事件等を題材にした解説が商事法務にありましたのでご紹介します（「決算情報に関するインサイダー取引規制の考察 上・下」河本一郎神戸大学名誉教授・弁護士、三浦州夫弁護士、吉川純弁護士、商事法務No. 1857、No. 1859）。決算に関わる重要事実がいつ成立するのかをきちんと認識して、その情報の管理、授受は厳密に行わなければなりません。

（以下、商事法務から）

### 1. 金融商品取引法上で、決算情報が重要事実となる場合。

- ・ 売上高、経常利益、もしくは純利益もしくは剰余金配当が公表された直近の予想値(予想がない場合は前期実績)に比較して、当該企業が新たに算出した予想値または決算実績において差異が生じたこと。（金融商品取引法 166-2-3）

### 2. 重要事実該当する基準

#### ① 売上高：直近の公表値に10%以上の変動が生じた場合（変動率基準）

#### ② 経常利益： 直近の公表値に30%以上の変動が生じた場合(変動率基準)

かつ

直近予想と修正予想の差異が、前事業年度末の純資産額または資本額のいずれか多い額の5%以上であること  
（純資産基準）

#### ③ 純利益： 直近の公表値に30%以上の変動が生じた場合(変動率基準)

かつ

直近予想と修正予想の差異が、前事業年度末の純資産額または資本額のいずれか多い額の2.5%以上であること  
（純資産基準）

- ④ 剰余金配当： 直近の公表値に 20%以上の変動が生じた場合  
 ＊新たに配当を行うことの決定は重要事実となる。

3. 決算情報の範囲

- ・ 年度決算数値を対象とする。
- ・ 予想値は当該事業年度の業績に関するものであることを要する。開始されていない事業年度についての会社予測は重要事実とならない。

4. 会社による予想値の算出の定義（いつの時点で会社が算出したと見なされるか）

一般には取締役会が算出の主体であると考えられ、取締役会において予想値の修正公表が避けられない事態に立ち入っていることについての報告がなされて、それが承認されたことをもって、算出がなされたものと解するのが相当である。（マクロス事件の判例から）

＊インサイダー取引課徴金事例による算出とみなされる時期

- ・ 9/2 にA社社長が当期純利益の予想値の下方修正の報告を受けて了承。開示 9/22。
- ・ 9/14 にA社社長が筆頭株主である B 社の経営陣に対して、配当予想値の下方修正を表明。開示 9/22。
- ・ 5/8 午前に業績予想の下方修正について主要役員間での話し合いで了承。開示 5/8 午後。
- ・ 2/9 までに配当予想の上方修正について社長により了承。開示 2/23。
- ・ 3/14 に社内取締役および監査役が出席する経営会議で業績予想値の下方修正を了承。開示 4/10。
- ・ 7/26 に取締役（会長を除く）以上の役員および経理担当者が出席するリーダー会議で業績下方修正を了承。開示 8/7。
- ・ 10/4 に業績予想の下方修正について常勤役員会に報告・了承。開示 10/18。
- ・ 2/28 に取締役、常勤監査役、各グループの責任者、関係会社役員等が出席する計数管理会議で業績下方修正を承認。開示 3/20。

5. 会社としての対応

- ① 決算の実績値、予想値の算出主体たる決定機関、算出に至る手順、手続き等を社内的に可能な限り明確化すること。
- ② 算出主体は会社の実情に応じて、社長を含む主要役員による合議体（経営会議、常務会等）ないし社長のいずれかとする。
- ③ これを社内でも周知徹底し、不用意なインサイダー規制抵触や、権限のないものが算出と紛らわし行為をして無用な混乱を招くことを回避する。

（以上、商事法務から）

＊証券取引等監視委員会のHPに課徴金事例集が掲載されています。<http://www.fsa.go.jp/sesc/index.htm>

基本は、修正が必要なことが事実となった場合は、その数値を速やかに算出し、所定の手続きに基づき開示することにつきます。しかし現実には、予想達成が不可能で修正が必要なことはほぼ事実となっても、新たな予想数値を合理的に見積もることができないために、修正の公表が遅くなることも多いようです。四半期開示も定着してくる中で、第3四半期実績と通期予想との整合性が取れないようなケースも見受けられます。「業績予想に関する注意喚起のお知らせ：当社の通期業績は、公表した業績予想を XXX%～YYY% 程度上回る（下回る）可能性の達成が高く、・・・日を目途に新たな予想数値を公表する予定です。」というような開示を出すことも検討するべきではないでしょうか。

（株）フィナンテック IR コンサルタント CFA 協会認定証券アナリスト 深井浩史

### 3. コラム「国内のアクティビストの戦略」

前回、米国のアクティビスト型ヘッジファンドについてのレポートを紹介しました。投資先企業に共通する条件として、以下のよう  
 点がありました。収益性は高い、安定したキャッシュフローを生む、機関投資家株主が存在する、株式の流動性が高い。しかし  
 株主還元が投資家からすると少なく、利益剰余金が積み上がっている。現預金等の非事業性資産が多い、あるいは投資家としては納

得できない多角化のためのM&Aや新規事業投資に資金を使い、資産を増やしている。その結果ROEが低い。パイオ等、わかりにくい業種は避ける。

国内のアクティビスト型投資家のお話を聞く機会もありますが、投資先の条件はやはり類似性が高いと感じます。かつてアクティビストという言葉が聞かれ始めたことスタイルはかなり過激なものでしたが、最近は各ファンドとも対話型のスタイルに切り替えています。投資先とのコミュニケーションとして、企業の徹底的な分析を踏まえての経営陣との定期的な面談は基本です。それに加えて手紙を送る、詳細な改善要求をまとめた提案書を送付する、企業側の反応が鈍い場合はその資料をウェブで公開する。それでも（投資家からみて）改善がない場合、さらに批判的な意見表明文章を送付、開示する。多少違いはありますが、各ファンドともこのようなアプローチになって来ているようです。ファンドから投資先企業への提案書等の公表というのは、企業経営者にかかなりのプレッシャーとなるようで、企業側の対応変化のきっかけとなるそうです。ウェブで公開された提案書の内容は、確かに他のステークホルダー（機関投資家、個人投資家、銀行等）から見ても納得できる点があります。投資先の経営者からは、こうしたものが広く公開されると、他の株主等からも色々言われるようになるので勘弁してほしい、という反応があるそうです。また投資家のオピニオンリーダーによる書籍を送付したというお話もありました。（「株式投資家が会社にとって欲しいこと」日本コーポレートガバナンスフォーラム、商事法務）。

株式市場の影響もあり、個別企業に対する取り組みの成果による $\alpha$ リターンを打ち消してしまうような市場全体の低迷によるマイナスリターンが大きく、なかなかアクティビスト投資の成果が出ていないというお話も伺いました。そうした市場全体の影響と別に、最初に上げたような条件を満たすよい企業だと考えて投資したが、いつまでたっても変わらない企業も存在する、ということです。あくまで頑迷な経営者、それを許す持合構造など、流動性の極端に低いまま放置される状態など、日本の市場の要因もあるようです。

アクティビスト型投資が成果を上げるかどうかは、投資家との対話で変わる経営者であるかどうかの見極め、それに外国人株主など、ほかに賛同、同調するような株主の存在が成功の大きな要因のようです。この点では個人投資家の行動変化、それに銀行（特にメインでない立場になった時の銀行）の姿勢の変化などは投資家にとって追い風となっているようです。

（株）フィナンテック IRコンサルタント CFA協会認定証券アナリスト 深井浩史

お問合せ：（株）フィナンテック e-mail [info@finantec-net.com](mailto:info@finantec-net.com) 電話 03-3560-5444（代表） FAX 03-3560-5445

過去のレビューは、<http://www.irstreet.com/jp/> に掲載しております。