

フランス証券取引委員会の活動 : 1968-1972 年の自発的情報の整備

OSHITA, Yuji / 大下, 勇二

(出版者 / Publisher)

法政大学経営学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経営志林 / The Hosei journal of business

(巻 / Volume)

29

(号 / Number)

1

(開始ページ / Start Page)

105

(終了ページ / End Page)

126

(発行年 / Year)

1992-04-30

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00003379>

〔研究ノート〕

フランス証券取引委員会の活動

—1968—1972年の自発的情報の整備—

大 下 勇 二

I はじめに

筆者は、前稿（本誌第28巻第4号）において、フランス証券取引委員会設立の意義について考察した⁽¹⁾。そこでは、歴史的にフランスの法定公表制度が量的に拡充されてきたことを明らかにした。そして、委員会設立当時の1966年7月24日法律とその1967年3月23日適用デクレに基づく公表制度の水準が法定要求情報量としては米国に次いで高いものであったこと、しかし、実際の公表情報は有効性の点で不十分であったこと、その原因が主として制度の運営主体である企業の情報公表に対する消極的姿勢にあったことを強調した。この事実、規制だけでは良質の情報を生み出すことができないことを示唆している。そのため、企業情報に関する委員会の役割が、規則の厳格な適用を監視すること以上に、情報の有効性改善のため、情報公表に対する企業の姿勢を変えその自主性をより一層引き出すことにあることを明らかにした。

この作業により、証券取引委員会の設立が従来の規制的・量的拡大から、情報の有効性等情報の質的側面を重視した公表政策への転換を象徴するものと解釈できることを主張した。しかし、その解釈は、あくまでも委員会設立までの法定公表制度の状況、設立に係る法律の規定、設立初年度の委員会年報の分析に基づいたものであった。従って、さらにこれを委員会の現実の活動を分析することにより検証していく必要がある。すなわち、証券取引委員会の設立時から現在までの活動が、情報の有効性を重視しその改善に大きな役割を果たしてきたことを、実際の活動の分析を通じて裏付けなければならない。

証券取引委員会の活動は膨大な量に上っている。そのため筆者は、委員会の情報に関する活動を分析していく上で、いくつかの作業前提を設けて

いるのでここで提示しておきたい。まず、委員会の情報に関する活動を五つの領域に区分する。前稿で指摘したように、委員会には、企業公表情報の一般的取締の使命、公募時ないし上場時の公表情報（財務的取引時の情報）の体系的取締の使命および情報の質的改善の一般的使命という三つの使命が課せられていた。さらに、企業公表情報の一般的取締の使命は、具体的に、株主総会時の株主への情報、株主・一般公衆への定期的・義務的情報および会社活動について自発的な形で提供される臨時情報の三つの領域に係わっていた。そこで、本研究は、委員会の情報に関する活動を、株主総会時の株主の情報、株主・一般公衆に対する定期的・義務的情報、臨時情報、財務的取引時の情報および会計監査役や会計標準化の問題を含んだその他の情報改善の五つの活動領域に区分して分析する。いわば、これらが分析のタテ糸である。

次に、本研究は情報の有効性の改善を、具体的に情報公表主体である企業と情報利用者との間の有効なコミュニケーション・システムの構築という視点から捉えてみたい。これにより五つの問題領域が生ずる。すなわち、「誰が」、「いかなる内容の情報を」、「いつ」、「どのような手段で」、「誰に」、伝えるのかという、情報公表主体、公表内容、公表時期、公表手段、公表対象の五つの問題領域である。本研究では、これら問題領域で、委員会がいかなる問題をどのように解決してきたかを考察する。いわば、これらが分析のヨコ糸である。

最後に、証券取引委員会の活動を五年を単位に分析する。これは、委員会の活動量が膨大であるためであり、全く便宜的な理由からである。

証券取引委員会は、その設立以来、一方で従来の法定公表情報の有効性の阻害要因の解決を図るとともに、他方では法定制度の枠を超えた自発的な情報活動領域の重要性を主張しその整備に取り

組んできた。特に、自発的な情報活動領域における委員会の活動は、その基本的活動方針を理解する上で重要と思われるので最初に本稿で取り上げたい。

本稿の構成は次の通りである。まず、第Ⅱ節は自発的な情報活動領域における公表主体の問題を扱っている。すなわち、企業をしていかに自発的に情報を公表させるか、そのために、証券取引委員会がどのように取り組んだかを考察する。

次に、第Ⅲ節は当該領域における公表対象・手段の問題を扱っている。すなわち、証券取引委員会は、自発的に公表される情報の利用者として誰を指定し、そのために用いられる手段として何を奨励したかを考察する。

最後に、第Ⅳ節は自発的な情報活動領域における公表内容の問題を中心に扱っている。すなわち、日常的な企業活動以外に遅滞なく一般公衆に伝達すべき重要な臨時的事実に関して、委員会がどのような活動を行なったかを考察する。

Ⅱ 自発的な情報活動と企業の情報公表姿勢

1. 法定公表制度の限界と自発的な情報の必要性

(1) 法定公表制度の限界

株主総会時の情報公表と上場会社の定期的・義務的な公表制度、いわゆる法定公表制度は、原則として条項がその内容を明示している点と公表が定期的である点に特徴がある⁽²⁾。ところが、その内容の法定明示と公表の定期性は、秘密主義の会社にとってはかえって都合の良いものである。というのは、これら義務的な公表は、企業に関する最低限必要な情報の提供を規定しているに過ぎないのに、企業にとっては法定情報を法定期日までに公表すれば情報公表の責任を十分果たしているという気持ちを惹起させるからである。情報公表に積極的でない企業にとっては、この心理的効果が法定以上の情報を公表しないことの心理的負担を軽減する。

また、法定情報の義務的な公表はそれ自体形式化する傾向がある。つまり、実際に公表情報が利用者にとって有効かどうかより、法規定の遵守に注意が注がれ、法規定の要求する形式・手続きを満たしているかどうか重視される。そのため、

実際に、公表情報が利用者の情報ニーズに込んでいるか、タイムリーに情報が伝達されているか、あるいは公表情報が利用者まで到達しているかどうか等の問題は公表主体にとって大きな問題ではない。公表主体にとっては、立法者が付与した法定公表制度の目的を離れて、法定情報を公表すること自体が目的となる。そして、企業は、その公表情報が有効でないのを認識しながらそれを改善するための措置を何ら講じないという現象が生ずる。例えば、

- ・公表内容が質・量ともに不十分であるのに、法定されていないからといってその改善や追加的な情報の公表を拒む。
- ・期限前に公表可能であるにもかかわらず法定期日まで待って情報を公表する。
- ・株価に影響する可能性のある重大な事実が発生したにもかかわらずそれを直ちに公表しない。
- ・法定の伝達手段が全く有効でないのを認識しながらそれを改善するための措置を何ら講じない。

等である。

筆者は、前稿で、証券取引委員会設立当時の情報公表に関するフランス企業の特徴をいくつかの資料に基づき指摘した。⁽³⁾ すなわち、

- ・商社法規定を遵守して株主総会時に年次報告を行なうもののその内容が株主の期待するものとかけ離れていたケース等その内容が質・量の点で不十分であるという一般的傾向が見られたこと。
- ・ヨーロッパ財務アナリスト協会連盟の行ったフランス企業の年次報告書調査では全体的に平均点の評価を受けたこと。
- ・1966年7月24日新商社法とその1967年3月23日適用デクレにより規定された新設の委任状送付時の情報公表手続きが企業により積極的に利用されなかったこと。
- ・義務的な法定公告公報(BALLO)での上場会社の年次・半期・四半期の公表が期限ギリギリないし遅れて実施されたり、あるいは法律上の義務でないからといってそれ以外の時期での情報公表に消極的であったこと。

等である。すなわち、情報公表に関する一般的な傾向として、フランス企業はその姿勢が消極的で

最低限の規定遵守で終わるという特徴が見られた。

しかし、すべての問題の解決を立法者に委ねることはできない。強行法規たる法律はあくまでも最低限守られるべき行動のルールを示すべきであり、また、すべてを法律で律していくことはビジネス社会の変化への機動的な対応という点から問題がある。ここに法定公表制度の限界があると見られる。

(2) 自発的情報の必要性

以上の法定公表制度の限界を克服し、企業と情報利用者との間に有効なコミュニケーション・システムを構築するためには、以下の点が必要であると考える。すなわち、

- ・まず、公表主体である企業が情報の重要性を認識し、情報公表に対する姿勢を改善すること。これは伝達主体の心理的問題である。
- ・次に、法定公表情報の有効性を阻害しているその他の原因を解決すること。これは主として伝達内容、伝達時期、伝達媒体・経路等の技術的な問題である。
- ・上述の法定公表制度の心理的効果、形式主義化、強行法規性等その特徴・限界を考慮して、法定公表という枠組の他にもう一つの情報公表の枠組を設定すること。

である。特に重要な点は、もちろん従来からの法定公表制度の改善が必要であるが、当該制度の構造的限界を考慮すれば法定公表という枠組みだけでは不十分であることである。公表主体と利用者との間に有効なコミュニケーション・システムを樹立するためには、法定公表という枠組の他にもう一つの情報公表の枠組が必要である。つまり、法定公表制度に基づく情報の公表に加えて、公表主体たる企業が法定公表の枠を超えて自発的に情報を公表していく枠組みが不可欠と思われる。そのためには、公表主体である企業の情報公表に対する姿勢が改善されることが前提となる。

筆者は、フランス証券取引委員会の企業情報に関する活動が、以上の考え方を実践したモデル・ケースであると考えている。すなわち、証券取引委員会は、その設立以来、まず企業の情報に対する姿勢改善に取り組み、同時に一方では従来の法定公表情報の有効性の阻害要因の解決を図るとともに、他方では法定制度の枠を超えた自発的な

情報活動領域の重要性を主張しその整備に努めてきたのである。

以下で、まず、証券取引委員会が企業をしていかに自発的に情報を公表させたかを考察する。本節では、1968—1972年において、企業の公表姿勢改善に関する委員会の活動として次の点を取り上げる。すなわち、

- ・証券取引委員会が自発的情報の重要性を強調したこと。
- ・証券取引委員会が企業の自発的な情報活動において公表情報の一貫性を重視したこと。そのために、一貫した方針に基づく組織的な公報活動（委員会はこれを情報政策と呼んだ）の策定・実施を奨励したこと。
- ・証券取引委員会が情報政策の策定・実施を担当する幹部レベルの責任者の設置を全上場会社に求めたこと。
- ・証券取引委員会が企業の情報担当責任者との集会を開催し、企業の情報に対する意識改善を試みたこと。

である。

2. 有効な公報活動の奨励

(1) 自発的情報の重要性

証券取引委員会は、設立以来その年報、月報あるいは勧告書の中で自発的な情報活動の重要性を繰り返し強調した。例えば、すでに前稿で指摘したとおり、委員会は年報第1号（1968年）において、「法定公表による情報（renseignements）」といわゆる「情報（information）」とを明確に区別して、後者の意味での情報の重要性を特に強調している。すなわち、後者の意味での情報は、「環境の変化に応じて更新され、各種の情報利用者の情報ニーズに特別な注意を向けることを前提とする。従って、情報はその内容を時間とともに変化させ、その利用者に応じて研究された情報伝達の手段より伝達されねばならない⁽⁴⁾」と述べられ、法定公表の枠外で自発的に情報を公表していくことの重要性を強調した。

また、1969年以降は、年報の「会社活動に関する情報」のセクションで、委員会の年度の活動結果を総括的に説明する際に、自発的情報公表の問題が最初に取り上げられていることから、委員

会がその設立後当該情報領域の整備に最も力を注いだことが推察される。例えば、1969年の年報には次のように述べられている。すなわち、

「委員会は、1968年の年報の中で、1966年7月24日法律とその適用デクレにより、フランスの義務的公表の情報量が他のどの国のそれよりも多いことを強調した。しかし、一般公衆も外国投資家もまだ利用可能な情報が改善したとは思っていない。この事実の分析から、委員会は一定の情報の義務的公表と真の情報政策との違いを明らかにした。真の情報政策は、会社に規則への服従以外のものを必要とする。委員会は、法定公表の蓄積が生みだしえなかった変化を引き起こすために設立されたのである⁽⁵⁾」。

また、1970年の年報においても同様に、「企業の情報に関するその役割が、規則の厳格な適用を監視すること以上に企業の姿勢を変えていき、その自主性をより一層引き出すことにある。・・・(省略)・・・情報がその有効性を達成するためには真の情報政策が必要である⁽⁶⁾」。

さらに、同年報では「情報政策」という章を最初に設け、その中で次のように委員会の考えを示している。すなわち、

「会社はその事業の状況を一般に知らせるために、規則に定める情報という硬直した枠を超えて多様な手段を有し、その中から伝達対象に応じて有効な伝達手段を選択することができなければならない⁽⁷⁾」

と述べられ、法定公表の枠にとらわれず、企業が積極的・自発的に情報を公表していくこと、また、伝達対象に応じて最善の伝達手段を選択できることの重要性を繰り返し強調した。

1971年、1972年の年報においても、「委員会は良好な情報が強制的な規定をただ遵守するだけでは決して得られないこと、会社の活動や固有の状況を考慮して格ケースにおいて最も有効な情報を提供しなければならないこと、会社幹部以外に何人もよりよくそれを成し得ないことを言い続けてきた⁽⁸⁾」(1971年報)、「可能なかぎり良いものであるために、会社の情報は規制上の規定を適用することでやめてはならない。それは、会社幹部の明確かつ明瞭な公開の意思からのみ生ずる⁽⁹⁾」(1972年報)等で見られるように、委員会が自発的

情報の重要性を認識し、その実践を繰り返し企業に求めていることが明瞭に示されている。

また、1970年9月の『臨時情報』と題する勧告書の中でも、企業が自発的に情報を公表することが不可欠であることを強調した。

(2) 企業における情報政策の必要性

次に、証券取引委員会は、企業が自発的な情報活動を推進するにあたって、公表情報における一貫性の重要性を強調した。そのために、企業に「情報政策 (politique d'information)」の策定・実施を奨励した。情報政策とは、種々の部門のバラバラな活動ではなく、企業の幹部レベルで事前

に選択され、調整された組織的な公報活動である。当時、企業の多くが公報活動における首尾一貫した方針の必要性を認識していないことが指摘されていた。証券取引委員会は、次のような例を上げている⁽¹⁰⁾。すなわち、

- ・ある企業の売上高の公表は年度中に合併を行なったにもかかわらず、その構造上の変化を明らかにしないで合併後の売上高のみを公表している。
- ・ある企業のコミュニケは報道媒体により著しい差異が見られる。ある企業の情報は報道機関に公表される前に財務アナリストに提供されていた。
- ・ある企業の社長は情報ノートの中では全く触れていないのに、その数日後の報道記者会見あるいは従業員向けの書類の中で新しい情報を提供した。
- ・情報ノートに記載されている主要な情報が、財務的公告あるいは法定公表に記載されていないことが時としてあった。

また、証券取引委員会月報第5号(1969年5月)では、Société des Caves et Producteurs réunis de Roquefortの公表した二つの書類で内容の不整合が見られたとして、当該会社の幹部に注意した事例が記載されている⁽¹¹⁾。

それによれば、当該会社は4月30日に、1968年12月31日付貸借対象表の暫定的状況を公表した。これには250万フランの赤字が計上された。ところが、当社が1月末に株主に送付していたレターでは利益が見込まれていた。証券取引委員会は当該会社に説明を求めた。会社側の説明によれば、年度初めに送付された株主レターは現在の社長も含めて取締役の相談なく作成・送付されたものであり(当該会社の幹部は一部一定間隔で交代していた)、

不正確な情報を内容としていたことが明らかにされた。直ちに理事会が開かれこの問題が討議されたが、その後いかなるコミュニケーションも公表されなかった。

公報活動における首尾一貫した方針の不在は、情報ノートあるいは年次報告書の内容においても感じられた。例えば、ある報告書では別々に示される活動間の繋がりを説明せず、情報を単に並列的に記載するだけの報告書が見られた⁽¹²⁾。

証券取引委員会は、一貫した方針に基づく公報活動の実施により以上の状態が改善されるものと考えた。

(3) 情報担当者責任者の設置

さらに、証券取引委員会は、有効な情報政策を策定・推進するための組織の設置を勧告した。1970年の年報には、「会社の幹部が情報の重要性を認識し、情報政策が企業の一般経営政策の主要な要素であることを認識しなければならない。そのために、いかなる情報を、いつ、誰に、どのような手段で公表するかを決定する組織を企業の上層部に設置することが必要である⁽¹³⁾」と述べられ、会社幹部が情報の重要性を認識する必要のあること、情報政策が企業の一つの経営政策であること、情報政策策定・実施のための情報担当組織を企業内に設置することの必要性を明らかにした。

特に、1970年9月公表の『臨時情報』と題する勧告書においては、「情報責任者の有用性」の項目で次のように情報担当責任者の任命を求めた。すなわち、

「株主や一般公衆に情報を伝えるという仕事は、下位の従業員には任せられない。当然、それは社長に課せられる責任である。しかし、實際上多くの場合、その仕事の多様性を理由に、側近の一人が協力することが望ましい。この者が会社において情報担当責任者となるであろう。

当該責任者の選択にあたっては、いくつかの条件を満たさねばならない。すなわち、社長の協力者の社内階層レベルは高くなければならない。当該担当者は、会社活動の経過を日々フォローし、社長や重役の全面的な信頼を受け、彼らと容易にかつ頻繁に関係を保ち、種々の部門からその任務遂行にとって必要なすべての情報を容易かつ迅速に入手できなければならない。

選任された責任者は情報に対して開かれているのみならず—このことは明瞭な一つの条件である—、情報が会社の工業・商業・財務上の戦略のための単なる手段でないことを深く確信しなければならない。たとえそれらが必ずしも即時的でないとしても、情報担当責任者は正直かつ客観的な情報の美徳とその優れた効果を信じなければならない。

当委員会は、以上のような責任者を各上場会社で任命することを強く勧告する。この責任者は企業にとり情報の正しい実践を促進するだけでなく、その存在は市場の監督責任のある当局およびジャーナリストにとって、あらゆる時に公式の回答を得るためには誰に問い合わせればよいかを正確に知ることができるに違いない⁽¹⁴⁾。

以上のように、委員会は、公報活動において社長を補佐する幹部レベルの情報担当責任者の任命を強く勧告した。情報担当責任者は株主、一般公衆および財務市場への情報伝達という作業において社長を補佐する責務を有し、有効に行動するための手段を備えたものである。すなわち、当該責任者は、企業内で直接・迅速に情報に接近でき、事実の解釈をはじめ情報伝達の領域で自ら判断・決定できるための権限を持つことが必要である。その意味で、大きな権限と責任を有するものである。

委員会は、1970年10月12日に当該小冊子を企業に送付するに当たって、全上場会社の社長に対して、株主・一般公衆および財務市場に情報を提供する仕事を、社長を補佐する側近の一人の協力者に委ねたかどうか、委ねた場合には当該責任者の氏名を公表したかどうかを回答するよう依頼した⁽¹⁵⁾。これに対して、12月29日までに、124社が専門家、ジャーナリストおよび監督当局に情報担当責任者の氏名を公表したと回答している⁽¹⁶⁾。

3. 企業の意識改善

証券取引委員会は、任命された企業の情報担当責任者と直接会って情報に対する委員会の考えを示し、彼らの有する問題を共に議論するための集会を開催した。これにより、情報公表に対する企業の意識改革を試みたのである。すなわち、情報の進歩にはもちろん技術が必要であるが、それに

加えて責任者となっている者のメンタリティーが変わる必要がある。この意味で、企業の情報担当責任者と証券取引委員会の幹部により1971年と1972年に開催された会議は重要である。

(1) 1971年の会議—ベルサイユ—

11月25日に開催されたこの会議は、企業の情報担当責任者と証券取引委員会幹部を集めて、株主・一般公衆の情報改善の手段と一緒に議論した⁽¹⁷⁾。そこには150人の会社幹部が集まった。その時点で、情報担当責任者を設置していた企業数は272社に達していた。会議では、まず、委員会の事務局長によりフランスの情報公表の実践と規制の現状が説明され、それに対する委員会の立場が示された。続いて、二つの企業の責任者が、各自の経験に基づいて、情報公表の一貫性の重要性を主張し、ダイナミックな情報政策を採用させるには何が必要か、いかなる手段が適用できるか、また、どのような問題が生ずる可能性があるかについて報告した。この二社の責任者とは、単一業種の les Docks de France 取締役 WERNER 氏と多業種の la Compagnie de Saint — Gobain — Pont — à — Mousson (現在の Saint — Gobin 社) 取締役 VILLEPIN 氏であった。

また、一人のイギリス人講演者の参加により、ロンドン市場で株主情報がいかに実践されているのが明らかにされた。最後に、参加者は作業グループ毎に集まって追加的質問を行い、各自の有する問題点について委員会の意見を求め、彼らの経験を交えて最善の解決策を見出すべく議論した。

(2) 1972年の二つの会議—リヨンとベルサイユ—

多くの情報担当責任者の要望により、翌年1972年に委員会はさらに二つの会議を組織した。一つ目の会議は、300人近くを集めて5月31日にリヨンで開催された⁽¹⁸⁾。この会議で、委員会は、ローヌ・アルプス地方の会社幹部、仲買人、銀行家、会計監査役および投資クラブ関係者と直接接触することができた。委員会の使命、介入の方法および改善促進の役割を説明した後、当該地域の三社、société chimique de Gerlad, Skis Rossignol, および Plastic—Omnium の社長が、株主と一般公衆の情報に関する経験を報告した。最後に、意見の交換が行なわれ、委員会の考えが明確に示されたのである。

第二番目の会議は12月6日ベルサイユで開催された⁽¹⁹⁾。参加者数は200人を超え、会社の情報担当責任者、委員会の幹部の他にジャーナリストが出席した。「会社と一般公衆」と題する一般的なテーマの下で、Jacques Borel International の代表取締役社長 Jacques BOREL 氏が、その株主の関心を喚起・持続するためにいかなる手段を用いているのかを説明した。次に、Société française du Ferodo の総務部長 Pierre CAVIEZEL 氏が従業員持株制度 (actionnariat du personnel) を推進するために、特に実施している試みを紹介した。続いて、Compagnie Générale d'Électricité (C. G. E.) の渉外担当取締役 Pierre BRAILLARD 氏が企業と報道機関の関係についてその経験を報告した。最後に、Deutsche Bank の幹部 GUTH 氏とオランダ企業 A. K. Z. O. の幹部 OVEZALL 氏が、フランスの実践と比較しながらドイツとオランダにおける株主・一般公衆の情報の実践を報告した。

会議末に参加者に配られその場で回収されたアンケートによれば、すべての参加者が、新たに開催されるこのタイプの会議に参加する用意のあることが明らかにされており、当該会議に対する関係者の関心の高さが伺われた。

このような会議は、委員会にとり企業の情報担当責任者に対して委員会の考えを示し、議論を通じて企業の意識を変える好機であるのみならず、企業の担当者にとっても各社が抱える問題を知ってもらうまたとない機会であった。また、いずれの会議も、株主、特に小株主と一般公衆に対する情報の問題が重要なテーマとされていたことは非常に興味深い。というのは、委員会が自発的な情報活動領域を発展・整備するにあたって、小株主・一般公衆の利益保護を重視していたことが伺われるからである。

以上、企業の公表姿勢改善に関する証券取引委員会の活動を考察した。この問題はいわば公表主体の問題である。まず、委員会は、自発的な情報公表の重要性を企業に訴え、首尾一貫した方針に基づく有効な公報活動、すなわち一般経営政策としての情報政策の策定・実施の必要性を強調した。そして、当該活動を担当する幹部レベルの情報責

任担当社の任命を全上場企業に求めた。さらに、証券取引委員会は、任命された企業の情報担当者と共に議論するための会議を開催した。証券取引委員会は、これにより企業の情報に対する意識改善に取り組んだのであった。このような会議は現在まで続けられており、企業のメンタリティーをかえるべく辛抱強い活動が続けられている。

次に、企業の自発的な情報活動領域を整備する上で、証券取引委員会は情報利用者として特に誰を措定し、その利益を保護するためにどのような手段を奨励したかを見てみたい。これらはいわば公表対象と公表手段の問題である。

Ⅲ 自発的情報活動と小株主・一般公衆の利益

1. 小株主・一般公衆の保護

1970年の委員会年報には次のように述べられている。すなわち、

「一般公衆、特に小株主をして証券に対する有効な判断を行なわしめるために、会社の活動、その状況および将来の見通しの変化を可能なかぎり知らせたいと考える会社は情報政策を持つことが不可欠である⁽²¹⁾」。

以上から、委員会は企業の自発的な情報活動において、小株主・一般公衆を重視していることがわかる。この点は、前出の証券取引委員会幹部と企業の情報担当責任者との会議が、小株主・一般公衆の情報を主要テーマとしていたことから明らかである。この自発的な情報活動が小株主・一般公衆を指向する点、その際、前出1968年、1970年年報で述べられているように、伝達対象に応じて最善の伝達手段を用いることを強調している点は特に重要である。

その理由は、従来の法定公表制度の伝達媒体には大きな問題があったからである。すなわち、株主総会時の情報公表制度は、伝統的に無記名株式が一般的で小株主の住所がわからないフランスでは必ずしも有効ではなかった。上場会社の定期的・義務的公表制度も義務的法定公告公報(BALO)の定期購読者以外の一般公衆にとっては全く有効なものではない。また、それらの内容も専門知識の乏しい利用者にとっては難しいものであった。特に、BALOで公表される情報は解説のない

決算書のみの公表であって、専門家以外その解釈は難しい⁽²²⁾。

そのため、証券取引委員会は、企業の情報公表が専門家や大株主だけに利用を与えることのないよう、法定公表の枠を超えた自発的な情報活動領域においてはその情報利用者として小株主・一般公衆を措定し、彼らの利益を重視するよう求めたのである。

ここで、以上の法定公表の伝達媒体の問題を考慮して小株主・一般公衆の利益保護を図るために、証券取引委員会は企業の自発的な情報活動推進の手段としてどのようなものを奨励したかを考察する。以下で委員会の1968—1972年の活動として次の点を取り上げる。すなわち、

- ・証券取引委員会は企業における情報政策推進の手段として、株主レター、門戸開放活動および専門家向けの情報集会を奨励したこと。
- ・株主レターの方法は、伝統的に無記名株式が一般的で小株主の住所がわからないフランスでは、レターの内容を中継して小株主・一般公衆に情報を伝達する報道機関の存在が重要となること。読者の理解可能性を考慮してレターの内容はできる限り簡潔・明瞭であるよう企業にもとめたこと。そのために、模範的なレターにはどのような内容が含まれるべきかを提示したこと。
- ・専門家向け集会は、専門知識を有する専門家が情報の解釈を小株主・一般公衆に中継するという意味で重要であること。また、小株主・一般公衆の利益保護の観点から、情報利用の公平性を重視すれば情報集会の開催時期、招待者に十分配慮すべきことを注意したこと。
- ・報道機関は企業と小株主・一般公衆との間で公表情報を中継する重要な役割を有するが、当時、掲載記事の情報源の区別と掲載費用の明確性の点で問題があり、委員会がこの問題に取り組んだこと。

である。

2. 企業の情報政策推進の手段

証券取引委員会は、企業の自発的な情報活動推進の手段として、株主レター、門戸開放活動および専門家向けの情報集会を奨励した。順次その内容を見てみよう。

(1) 株主レター

法定情報に比べて柔軟な形で株主・一般公衆に事業経過を知らせるための手段として、直接株主個人に送付される株主レターないしノートがある。この手段は、形式主義 (formalisme) ないし公表期限の拘束から解放され、情報をより柔軟、迅速、自発的なものにすることができる。但しその場合、伝統的に無記名株式が一般的であったフランスでは、株主レターないしノートの内容が報道機関に取り上げられることが不可欠である。すなわち、報道機関を中継することにより、株主レターの情報を住所の知られていない小株主や一般公衆に広く流布することが可能となる。この意味で、証券取引委員会は当該領域における報道機関の役割を極めて重要している。

証券取引委員会は、企業の株主レターの実施状況を注意深く観察し、その結果を年報・月報で公表している。1969年年報によれば、不規則ではあるが約50社がその株主にレターを送付した⁽²²⁾。その内訳は、大企業では特に石油・化学、機械・建設、電気、中規模企業ではチェーン・ストア、食品等多様な業種に及んでいた。また、その頻度や性質も非常に多様であった。例えば、年度中会社の活動と予想成果の変動に関する情報提供を目的として、一通ないし二通のレターを送付しただけの会社もあれば、経済・技術等に関する多様な情報をレターないしノートの形で非定期的に数多く公表した会社もあった。ある大石油会社の行なったアンケートによれば、その定期的レターが株主の側で関心を引き起こしたことが指摘された。

1970年に、委員会は90社の株主レター約130通を調査している⁽²³⁾。それによれば、レターの実施状況において著しい改善が確認された。特に石油、化学、機械、電気、不動産、建設、印刷、製紙および小売に属する大企業がこの伝達方法を実施した。1970年中に株主レターないしノートを送付した企業は90社、その内、二回以上送付した企業は22社であった。この中で、Trindel, Papeteries de Gascogne, Société National des Pétroles Aquitaine の各社は、各四半期毎に株主レターを送付した。この他、1970年からレターの送付を始めた会社が7社あった⁽²⁴⁾。

レターの内容は企業によりマチマチであるが、

一般に半期成果、四半期活動あるいは吸収、企業間提携、資本の変更といった会社活動における重大な出来事等が含まれている。

レターの質については、55%が良好その内15%が優秀であった。優秀の基準は詳細性、明確性、迅速性、完全性、予測性等を勘案して判断された。これに対して、45%は、あいまい、不明確、非数値化あるいは遅延等の理由で平凡ないし劣悪と判断された⁽²⁵⁾。

株主への情報伝達手段としてこの方法を最初に用いた会社あるいは優れた情報政策を有する会社が、優秀なレターを作成していたことが確認されている。平凡ないし劣悪なレターを作成している企業は、年次報告書や報道機関へのコミュニケの面でもやはり平凡・劣悪であった。

さらに、レターの中には、時折各企業が創意工夫して作成したのが見られた。例えば、Jacques Borel International 社は非上場会社であるが、1970年中に送付したレターで、1970年9月30日時点の貸借対照表とその連結貸借対照表を前年度との比較形式で公表した⁽²⁶⁾。上場会社の中には、Galeries Modernes 社が初めて完全な会計的状况を四半期毎に公表するのを決定した。当社が11月初めに送付したレターには1970年9月30日作成の会計的状况が記載され、それには経営利益、減価償却費、引当金繰入、法人税額および税引後純成果が明らかにされていた⁽²⁷⁾。

証券取引委員会は、1972年にも同様の調査を実施した⁽²⁸⁾。72年は公式市場上場会社のレター約150通が送付されているが、これは前年の170通より約20通減少していた。これに対して、レターの情報の質と迅速性には改善が見られた。委員会は、レターの半数以上が良好、いくつかは優秀、1/3は平凡、残りは悪いと評価した。

委員会は、株主レターが十分な品質の紙により印刷され、その内容は読みやすく、必要な範囲で表やグラフを用い、例外を除いて本文は簡潔で2ページを超えてはならないことを強調した。また、読者の注意を引きつけることのできる明晰・簡潔なレターの条件として、単純かつ明確であること、扱う主題を限定すること、技術的な詳細は回避することを上げている。これらの点は、専門知識を持たない小株主・一般公衆に有効な情報を伝達

する上で配慮しなければならない重要な点である。

委員会によれば、一般に質の良いレターの内容には次の点が含まれることが必要である⁽²⁵⁾。すなわち、

- ・経過期間中の活動業種の動向
- ・当該期間中の企業ないしグループ事業の一般的経過。これには注目される出来事に関する情報を伴う。また、数値の使用は、それが実質的に意義があり、常に過去の期間の数値と比較するという条件で認められる。
- ・少なくとも近い将来の見込。特に、年度末近くに作成されるレターは、成果の予想と配当に関する情報を伴わねばならない。
- ・証券の推移（株価、指数の変化、取引量）

LEGRAND 社により11月15日に送付されたレターにこれら要素が記載されていたことが指摘されている。このように、証券取引委員会は良質な株主レターを送付している企業の名前を公表して、その実践を奨励した。

(2) 一般公衆に対する門戸開放活動

会社幹部と小株主・一般公衆との接触を今まで以上に増やすための手段として、一般公衆向けられた「門戸開放 (portes ouvertes)」活動が上げられた⁽²⁶⁾。この活動により、一般公衆が工場見学等を通じて会社幹部と知り合いになり、直接彼らに対して活動状況について質問ができるようになった。また、とくに幹部の代表が出席している場合には、当該企業の一般的状況を質問し、それに関する情報を受けることが可能である。また、株主総会においてオーディオ・ビジュアルの手段を用いて当該会社の活動や決算書を説明した会社もあった。さらに、Air Liquide 社のように、株主総会とは別に地方で一連の集会を組織し、その株主との直接的接触を図るよう努力した会社も見られた。

その他、いくつかの会社は、一般公衆へのPRのために魅力的な書類を作成した。例えば、Crédit foncier de France 社は、初めて、株主総会時に伝統的な年次報告書（ブラケット）の他に要約的報告書を公表した。当該要約的報告書は1969年度の活動と財務的成果を要約し、3万5千部作成された。他方、1970年には、ブラケットの内容を圧縮した小冊子が公表され始めた。例えば、

Rhône-Poulenc 社のそれは、グループ、その主要部門の活動および最近三年間の最も特徴的な数値を記載している。同社は、1970年6月に全国的な日刊誌で、1969年度の活動を体系的に知らしめその貸借対照表を理解させることを目的として、四ページにわたって公告を出した。この行動は極めて興味深い。というのは、一般公衆に貸借対照表の読み方を教えることが、とりわけフランスのように一般に市民の経済知識の教育が不十分な国においては重要な教育的効果を有するからである。この点でも、報道機関の役割は重要である。また、大会社の中にはその従業員に対して成果をわかりやすく理解できるよう努力した会社も見られた。

また、フランスでは無記名証券が一般的であったため、株主との接触の機会はアングロ・サクソン諸国に比べるとはるかに少なかった。そのため、小株主集団に関心を持ちその情報ニーズの確に当たりたいと考える企業は、常にその株主数、構成および彼らの関心を知ろうと努力することが必要であった。そのため、証券取引委員会は株主に関するアンケートを奨励した⁽²⁷⁾。

(3) 専門家向け情報集会

専門家、特に財務アナリストは、企業と専門知識を持たない小株主・一般公衆との間にあって、情報の解釈を中継する役割を担っている。委員会も指摘しているように、一般に市民の経済・経営等専門教育の不十分なフランスにあっては、解釈仲介者としての専門家の存在は不可欠であった。

フランス企業は、当時すでに、専門家の情報ニーズを把握しそのニーズに的確に応えるための手段として、法定公表の枠を超えて専門家向けの情報集会を実施していた。これら集会では、会社側がその活動あるいは重要な取引の成果および見込に関する情報を明確かつ詳細に報告した後に、参加した専門家との間で積極的な討論がくり広げられた。これにより、参加者は最も信頼性の高い会社幹部から直接会社に関する補足的情報を入手したり、情報を解釈するためのコンテクストを理解することができた。例えば、フランス財務アナリスト協会のメンバーが参加して、1968年には約20回、1969年33回、1970年には合計41回の集会が開催された⁽²⁸⁾。また、フランスで初めて Usinor 社が1970年12月31日付の見積貸借対照表 (bilan

prévisionnel)を公表したが、それは12月1日開催の専門家向けの集会の際に行なわれたものであった⁽³³⁾。

しかし、委員会は、専門家向けの集会で提供される情報に関して、特権が与えられている専門家とそうでない一般公衆との間で差別が行なわれることのないよう注意を促した。実際、これに関連した事件が起きている。例えば、1971年1月にある企業の株価が突然下落した。その下落前に、特定の財務アナリストだけが一定の情報を入手していた。この後、委員会は、会社に対してその月報を通じて、フランス財務アナリスト協会に対しては何回か非公式に指示をして、委員会の考えを示し注意を呼びかけた。

証券取引委員会月報第23号(1971年1月)には、企業をよりよく知ってもらうため、従って財務市場の発展に貢献することから、小株主・一般公衆の解釈仲介者としての専門家向け集会が奨励されるとしても、その参加者に特典を与えてはならず、一般公衆に知られる前に出席者だけに特定の情報を提供する形で情報活動を行ってはならないことが明示されている⁽³⁴⁾。

そのための手段がいくつか委員会により勧告された⁽³⁵⁾。例えば、

- ・会社がアナリスト向けの集会にジャーナリストを招待する。
- ・アナリスト向けの集会後直ちに記者会見を開催する。
- ・集会の中で公表された重要な情報を集会終了後直ちにコミュニケーションしレターの形で株主・一般公衆に知らせる。

等である。証券取引委員会が1971年2月初めにその立場を明らかにしてから12月31日までの間に開催された30件の集会の内、10件はコミュニケーションを出し、20件はジャーナリストを招待した⁽³⁶⁾。委員会は財務アナリストとジャーナリストと一緒に参加することが望ましいと考えた。1971年6月以降は、集会の90%が両者を招待する形で開催されている。

しかし、財務アナリストとジャーナリストが同時に情報を受け取ったとしても、新聞・雑誌の印刷時間を考慮すれば、財務アナリストが市場に介在できる時期と報道機関から情報を受け取った投資家の注文が執行される時期との間には時間的な

ズレが存在する可能性が高い。この短い時間が財務アナリストだけに利益を与える可能性がある。従って、集会の開催時間の選択が非常に重要である。上記の時間的ズレの発生の可能性を考慮すれば、相場の開かれる前、特に朝の開催には問題がある。例えば、1970年に開かれた41回の集会の内、24回は夜、8回は昼食時そして9回は旅行の際に開催されたものであった⁽³⁷⁾。この点に関して、委員会は、会社に対して最善の措置を講ずるよう要請した。

以上の問題は、情報の改善が生み出す新たな問題の一つである。すなわち、情報の発展は注意しなければ利用者の満足とともに失望をもたらす危険性があるからである。例えば、上述の専門家向けの集会は、情報を利用するために必要な能力と時間を有する専門家にとっては貴重な情報を今まで以上に提供することができるが、同時に多くの一般公衆と小株主に対しては不満を抱かせる可能性がある。つまり、彼らにとって、情報の量的側面でも不利であるという感情のみならず、報道機関により提供される簡潔な情報に比べて会社送付の書類の内容が余りにも多くかつ複雑で、情報の質的側面でも配慮されていないという不満を抱かせるのである。この点、解釈仲介者としての専門家の介入様式には十分な注意を払う必要がある。

以上のように、証券取引委員会は、専門家特に財務アナリスト向けの情報集会を奨励する一方、当該集会が参加した専門家だけを利することのないよう情報利用における公平性を強調して、小株主・一般公衆の利益も配慮されるべきことを企業の情報担当責任者に説いた。

以上で上げた小株主と一般公衆に対する企業行動の有効性は、企業自身の情報に対する認識と広報部門の質に大きく依存している。その意味で、前述の有効な情報政策の策定・実施が極めて重要である。また、小株主・一般公衆の利益の保護とその情報改善は、有効な情報政策の実施による企業の努力だけでなく、企業公表情報を中継する報道機関にも大きく依存していることは前述の通りである。そこで、次に情報中継機関としての報道機関に対して証券取引委員会が行なった活動を見てみよう。

3. 情報中継機関としての報道機関の問題

伝統的に無記名証券が一般的であったフランスでは、小株主・一般公衆の利益保護の観点から、企業と貯蓄者との間で企業公表情報を中継する報道機関の役割が極めて重要であった。また、会社が公表する情報を解説・補完する意味でも報道機関の存在は不可欠であった。特に、新聞・定期刊行物は会社提供の情報を一般公衆にもたらし主要な手段である。証券取引委員会はこの領域でも注深い観察を続けた。

例えば、1970年の年報には二つの改善例が上げられた⁽³⁸⁾。一つは、パリ・地方紙が財務関係記事を質・量ともに著しく増やしたことである。これにより、新聞を通じて公表される企業情報の一般公衆へのインパクトが増大した。もう一つは、専門・非専門を問わず、定期刊行物が会社からのニュースおよびコミュニケと編集部からの情報を明瞭に区別してきたことである。特に後者の問題については、委員会は勧告書を公表する等その改善に努めてきた。

証券取引委員会は、1971年12月『記述報道機関と企業情報 (La press écrite et l'information sur les entreprises)』と題する小冊子の中で二つの原則を明らかにし、その遵守を勧告した⁽³⁹⁾。一つは公表情報の源泉を明確に区別することを目的とし、もう一つは掲載費用の明瞭化を目的としたものであった。以下、委員会の明示した二つの原則について見てみよう⁽⁴⁰⁾。

(1) 報道機関に公表される情報の二つの源泉の区別

この原則は、報道機関の伝える情報が、会社からのニュースおよびコミュニケなのか当該報道機関の編集部からの情報なのかを明瞭に区別する形で公表されることを要請したものである。フランス報道機関の組織に関する1944年8月26日オールドナンスは、その第12条で次のように規定している。すなわち、

「すべての編集的公告の記事は、第20条規定の罰則の下で、公告の指示により先行されねばならない」。

である。立法者は、この規定により、会社から有償で依頼された公告は曖昧なく提示されねばならないことを明確にした。

報道機関は会社情報に関して二つの機能を果たしている。第一に、報道機関は情報を作成している。その使命には、その責任において、会社が自発的に公表しない事実だけでなく、読者の知識や関心を考慮して彼らの関心となりそうなものも一般公衆に伝達することが含まれる。この創造的機能は、情報源のアクセス困難性を考慮して様々なその他の情報源から得られる事実を総合することによって実施される。

第二に、報道機関は情報を伝達する。それは会社の利用しうる一つの伝達手段である。この機能は種々の形で実施される。例えば、新聞は掲載依頼を受けた財務的公告の受入の可否を行なうだけでそれ以外の行動をとらず、紙面のスペースを会社の利用に供することに徹する。この場合、報道機関の役割は中立的である。これに対して、報道機関が報道依頼された事実を基礎に読者の関心を引くよう編集することがある。

このように、報道機関が公表する会社活動に関する情報には二つの情報源がある。すなわち、会社と報道機関の編集部である。読者のためには、公表情報の上記二つの源泉を明瞭に示すことが重要である。証券取引委員会は、会社により掲載依頼を受けた財務的公告が、「コミュニケ」ないし「会社の求めに基づく公表情報」といった曖昧でない指示を付して、他の編集の記事と明瞭に区別されることが必要と考えた⁽⁴¹⁾。

1972年の年報では、観察に基づいて、上記二つの情報源の区別が明瞭に行なわれていることが述べられている。その際、会社情報 (information des sociétés)、財務通知 (avis financiers) 等の見出しの下で財務的公告が掲載されていた。⁽⁴²⁾

(2) 掲載費用の明瞭化

この原則は、すべての情報機関が公告主の利用に供される公式の料金表を設定し、それに基づいて公告料を算定すべきことを要請するものである。その際、公告料金は、一般に紙面の大きさに比例するスペース提供料と情報の形を整えるために提供されるサービスの料金とを区別しなければならない。1944年8月26日オールドナンス第12条には次のように規定されている。すなわち、

「各公表は六ヶ月の期間について個別の公告料金を、また必要な場合には一つないいくつ

かの公表をまとめた公告料金を定め、当該料金をすべての関係者に伝達しなければならない。公告主は、その選択により料金を用いる自由を有している。六ヶ月の期間で定められた料金と異なる料金を実施することは禁じられている。

1972年の年報によれば、大規模報道機関は紙面の大きさを料金で算定している⁽⁴³⁾。これに対して財務報道機関は一般に二つの料金体系を有していた。一つは、紙面の大きさに基づく料金体系である。これは企業の日常活動に関する情報に適用された。もう一つは、公告対象となる取引の金額に基づく料金体系である。これは証券発行の公告に適用された。多額の公募を行なう企業はこれにより非常に高額な公告料を支払う必要があった。

証券取引委員会は、紙面の大きさではなく証券の発行価格ないし会社の規模といった特徴に基づく料金体系には議論の余地があることを認めているが、契約の領域ないし価格の規制の領域に属する料金決定に委員会が意見を表明したり介入することが禁じられていた。しかし、上記法律が明確な料金表の確定や料金表によらない割増・割引料金を禁止しているにもかかわらず、これが遵守されないならば、証券取引委員会は積極的に介入する意思のあることを明確にした⁽⁴⁴⁾。

例えば、会社の日常の情報に適用される料金が一年間一括支払で行なわれた場合、一括して支払った料金が提供されるサービスに明確に対応しないため、明瞭な料金表の確定が難しい。その場合には、紙面の価格合計に比べて許容される乖離額を計算し、一括支払額の料金表を明確に確定しなければならない。また、財務取引の公告に適用される料金体系の場合、金額が大きくなることから交渉により一定の値引きが行なわれていた。

以上の実践はいずれも前出法律の規定に違反する行為であったが、それまで事実上黙認されていた。証券取引委員会は、経済・財務報道機関の同業者組合に対して、その料金体系を再検討するよう要請した。この要請は関係者に好意的に受け入れられたことが明らかにされた。

証券取引委員会の提示した以上の原則は、情報の信頼性と関係者の相互信頼性を促進するために必要であると考えられた。

以上、企業の自発的な情報活動領域を整備する上で、証券取引委員会は情報利用者として誰を指定し、その利益を保護するためにどのような手段を奨励したかを考察した。これら問題は、いわば公表対象と公表手段の問題である。まず、証券取引委員会は、自発的情報の利用者として小株主・一般公衆を指定した。その理由は、法定公表の伝達媒体に大きな問題があったからである。この問題を克服するために、委員会は、自発的情報活動推進の手段として株主レター、門戸開放活動、専門家向け情報集会を奨励した。その場合、企業と小株主・一般公衆との間で公表情報を中継する報道機関の役割が、また、両者の間で情報の解釈を仲介する財務アナリスト等専門家の役割が極めて重視された。特に、報道機関については掲載記事の情報源の区別と掲載費用の明確性の点で問題があり、証券取引委員会がその解決に取り組んだことを明らかにした。

次に、自発的な情報活動において、特に情報利用の公平性の観点から重要な「臨時的事実」に関する問題を取り上げたい。この問題はいわば公表内容に関する問題であり、一般に「臨時情報」と呼ばれる領域に関するものである。

IV 自発的情報活動と臨時情報

1. 臨時情報の必要性

遅滞なく一般公衆に知らすべき重要な臨時的事実 (faits occasionnels) に関する情報を一般に臨時情報 (information occasionnelle) と呼ぶ。臨時情報は、相場に影響する可能性のある企業のあらゆる出来事に関する情報で、秘密がもはや不可欠のものでなくなるや否やあるいは少数の者がそれまで秘密であった情報から利益を得る恐れがあると思われるや否や一般公衆に知らせる情報である。その意味で、臨時情報は証券市場における取引の公正性にとって不可欠な情報である。

本節では、1968-1972年において証券取引委員会の活動として次の点を取り上げる。すなわち、

- ・臨時情報の重要性を強調したこと。
- ・臨時情報の実施原則を勧告書の形で公表したこと。
- ・当該勧告書の実践適用を図るために積極的に介

入・指導したこと。

- ・公表情報の観察を通じて問題企業の公表姿勢を三つのタイプに分類し、最も消極的な姿勢の企業が最も多かったこと。
- ・臨時情報の発展のためには企業の公表姿勢を改善し、積極的な公報活動を通じて情報利用者の信頼性を獲得することが必要と考えられたこと。

である。

証券取引委員会は、この領域におけるフランスの後進性を指摘し、臨時情報の重要性を次のように強調した。すなわち、

「財務市場の発展は市場に対する一般公衆の信頼性に大きく依存している。一般公衆の信頼性を得るためには、市場が貯蓄者をして合理的選択を可能ならしめ、また秘密情報を利用した取引が行われなければならないことが必要である。そのためには、会社の幹部が、当該会社の将来に影響するないし影響する可能性のある事実の性質やこれら事実の影響に関する彼らの意見を、できる限り迅速に一般公衆に知らせることを習慣としなければならない⁽⁴⁵⁾」。

特に、小株主・一般公衆に、証券市場において特権的情報保有者と彼らは同じ成功のチャンスを持っているとの保証を与えるために、臨時情報が不可欠であると考えられた。

証券市場の発展した国では、株価に著しい影響を及ぼす可能性のあるすべての事実に関して、法律、取引所の規則、会社と証券当局との約束あるいは取締組織の命令等が情報の即時公表を義務づけていた。すなわち、上場会社は、年度中会社の方針、活動、財務状況あるいは経営権の支配等に関して重要な情報が生ずる度に、コミュニケ（公式声明）を公表しなければならない。株主と一般公衆の保護のために、これら事実が完全に秘密にされるかあるいは完全に公にされるかのいずれかでなければならないのである。証券取引委員会がその参考にした実践例として、当時の米国と英国の臨時情報を上げているのでここで簡単に見てみよう⁽⁴⁶⁾。

(1) 米国の臨時情報

米国の場合、臨時情報に関しては米国証券取引委員会（SEC）と各証券取引所がその規則を定めていた。まず、SECは、会社が重大な事実を

生ずる都度翌月に月次のレポートを提出しなければならないと規定した。当該報告書は一般公衆の利用に供される。この重要な事実には次のものが上げられた。すなわち、

- －会社の支配権の変更
- －新たな資産の取得ないし売却
- －資産の再評価
- －提起された訴訟
- －証券の担保における修正
- －配当金支払の遅延
- －証券購入のオプション

である。

次に証券取引所はすべての重要な出来事が最大三日の内に、対象となっている会社により一般公衆に知らされねばならないという規則を設けていた。とりわけ、次の出来事はコミュニケの対象と見なされた。すなわち、

- －四半期利益額
- －会社の合併・取得
- －支配権の変更ないし重要な幹部の変更
- －重要な取引契約の取得ないし解消
- －非常に重要な新製品の完成

である。

上場会社は、上記規則を実施することを約束し、取引量や相場の変動の異常な展開に影響しうる根拠のない噂を直ちにコミュニケにより晴らす義務を負う。

以上の米国における臨時情報は、会社と証券取引所の適切な組織により実施された。すなわち、すべての上場会社は、証券取引所内にそれぞれの会社を担当する「上場代理人(listing representative)」と呼ばれる恒久的な連絡係を持っていた。当該担当者は、特別に任命され質問に応える資格を持った会社幹部にいつでも会うことができた。

取引所の立会期間中、取引量ないし相場の異常な変動が確認されたならば、市場の良好な運営監督の責務を負った取引所の担当部門はその売買を中止し、直ちに上場代理人にその旨を知らせる。この上場代理人は当該会社に事情を聞く。証券売買の再開のためには、その会社はコミュニケを公表するかあるいはその知る限りではインサイダー取引は存在しない保証を提供しなければならない。

(2) 英国の臨時情報

英国では、上場会社は取引所との契約 (contrat) により、重要な事実を直ちに知らせる義務を負っていた。この重要な事実には次のものが上げられた。すなわち、

- 株主総会で提案される配当額
 - 半期ないし四半期利益額
 - 資本構造におけるあらゆる変動
 - 重要資産の取得ないし売却。売却の場合、取引の影響とともに必要ならば資金の使途を示さなければならない。もし、対価が金銭でなく証券の場合、会社はそれを売却するつもりなのかあるいは保持するつもりなのかを明らかにしなければならない。
 - 株式公開買付
 - 幹部の変更
 - 会社活動ないし会社支配権の変更
 - 定期的公表の遅延
 - 借入金償還の抽選
- である。

以上のように、米国は取締機関である SEC と各取引所の規定による規制、英国は取引所と会社との契約に基づいて臨時情報が実践されていた。これに対してフランスでは、上場会社は、上場の際に、通常・臨時株主総会の報告書、会社運営上の変更に関する情報および理事会ないし株主総会の証券に係る決定を仲買人取締委員会 (Chambre syndicale des Agents de Change) に報告することを約束しなければならなかった。しかし、仲買人取締委員会は、その約束を遵守させる有効な手段を有していなかった。また、重要な事実が生ずる都度、直ちにその事実を一般公衆に自発的に公表する企業も一部であった⁽⁴⁷⁾。

この状況にあって、証券取引委員会は、臨時情報に関するフランスの後進性を認識し、市場の良好な運営とりわけ取引の公正性確保のためには、フランス企業が英・米企業と同様の行動を採ることが不可欠であると考えた。そのためには委員会は、まず、1970年9月に臨時情報に関する実施原則を明らかにした。当該原則は法的強制力のない勧告書の形で出されたが、委員会は当該勧告書の企業による実践適用を図るために、勧告書に従って臨時情報を公表しない企業や情報の質が不十分

な企業には積極的に介入・指導した。また、相場の変動が特定の者による秘密情報の利用の結果であるか否かを監視した。

証券取引委員会は、相場の変動が証券に対する投資者のポジション変更の可能性を生みだす毎に、法規定の情報提供義務という枠にとらわれず自発的に一般公衆に情報が提供されることを非常に重視した。そのため、委員会は、会社にコミュニケを公表させるために幾度か介入した。しかし、これら介入が効果を発揮するか否かは、ひとえに企業の姿勢に依存していることが委員により強調されている。

以下、まず、証券取引委員会により1970年に公表された臨時情報に関する勧告書の内容を取り上げたい⁽⁴⁸⁾。

2. 証券取引委員会の1970年勧告書

証券取引委員会は、1970年9月に『臨時情報 (information occasionnelle)』と題する勧告書を公表した。委員会は其中で、まず、前述の通り英・米の例を上げながら臨時情報の必要性を強調し、これら諸国の実践を参考にしてフランスにおける具体的な実施様式を明示した。この実施様式では、臨時情報が必要とされる具体的なケース、公表時点、公表情報の性質および情報担当責任者の有用性について委員会の考えを提示した。最後の情報担当者の有用性はすでに第Ⅱ節で考察したので、ここでは適用ケース、公表時点および公表情報の性質の三点を取り上げる。なお、当該勧告書は全上場会社、仲買人、銀行およびすべての市場関係者に送付された。

(1) 適用ケース

証券の評価に係わるすべての要素の変動が臨時情報の原因となりうるので、当該情報が必要なケースを漏れなく一覧表にするのは不可能である。しかし、勧告書ではいくつかの典型的状況を例として列挙している。すなわち、

- 技術的出来事。例えば、試掘の際の有望な鉱床の発見あるいは競争相手のそれに比べて革新的な製造方法の完成。
- 偶発的事故。例えば、企業の利益獲得活動にとって重要な施設あるいは十分に保険の掛っていない施設に係わる重大な火災。

- 商業的領域において、数年間にわたって企業の活動量を増大させる市場の獲得あるいは発展の機会を変える外国企業との重要な代理契約の締結、あるいは逆の意味で、近い将来賠償金の支払が予想されない外国の政府による重要な契約の解除告知。
- 国内企業ないし外国企業との間で結ばれた研究、生産ないし流通に関する協定。
- 国内、ヨーロッパないしその他の大陸における共同子会社(filiales communes)の設立。
- 活動部門、付随的部門あるいは全く異なるセクターに属する会社の重要な参加の取得・譲渡。
- 特に合併・資産の一部出資から生ずる企業構造の変更あるいは一定の部門を子会社として分離後、純粋な持株会社になる企業構造の変更。
- 企業内部組織における重要な変更、主要幹部の権限の配分における実質的変更、一定の領域において特別の努力を払う意思を表す新部門の設置、理事会の人事。
- リオーガニゼーションに結び付いたあるいは結び付かない支配や幹部の変更。
- 一定施設の生産の特化ないし変更、一つないし数部門の資産の譲渡、新生産単位の取得・創設から生ずる会社ないしそのグループの活動の重要な再方向づけ等。
- 以前の変動とは異なる傾向を見せている時の利益ないし配当額の決定、キャピタル・ゲインの実現額、増資、無償株式の交付、その他の会社に与えられる重要な保証金・前払金等。
- 株主総会の召集遅延ないし延期の理由、四半期売上高ないし半期暫定的状況の公表といった定期的公表の遅延理由。
- 取締役の一時的な任命。

である。上場会社に関する種々の上記出来事のみならず、それらが親会社の財務状態、成果ないし将来の見通しに著しい影響を及ぼす可能性があるかぎり、その非上場子会社に関する出来事をも知らせなければならない。従って、臨時情報の適用範囲は、上場会社だけでなくその非上場子会社にも拡大されている。

(2) 時 点

企業に関する事柄は幹部が最も良く知っているので、彼らが最も適切な公表時点を決定する。従っ

て、幹部がその期日決定の責任を有する。

しかし、会社がもはや公表時点選択の余地を持たない状況がある。すなわち、情報の漏洩の場合がこれである。情報の漏洩は、報道機関が取り上げたり株価が大きく上・下することからわかる。その時には、直ちに情報が公にされなければならない。

情報の迅速性が重要である。但し、取引所の立会期間中は新しい事実を公表するのをやめるべきである。というのは情報を瞬時に広く流布させることが難しいからである。

臨時情報に関する重要な規則は、株価に影響をすることがあるすべての出来事は、それがもはや完全に秘密にする必要がなくなるかあるいは完全に秘密にできないものとなるや否やすべて公にされねばならないということである。

(3) 形 式

情報を一般公衆に伝達するためにいかなる手段を用いるかを決定するのは企業である。財務報道機関の招待、コンファレンス、ノートないしコミュニケ(公式声明)は最も適切な手段と考えられた。しかし、用いる手段のいかににかかわらず、臨時情報はその目的を達成するため次のような性質を有することが求められた。

第一に、臨時情報は公式のものでなければならない。その責任において、情報を伝達するのは会社それ自身の責任である。会社は臨時情報の公表を他の者に委ねてはならない。フランスでは、ジャーナリストや専門家に対して、幹部が計画的に情報を知らせないことが頻繁に行なわれていた。このような実践は放棄されるべきである。この実践は、他の者に比べて情報源の信憑性をよりよく評価することのできる専門家を利する。また、ジャーナリストの説明と解説は貴重である。しかし、一般公衆が会社の公表する情報が編集部の解説者によって加えられた情報かを明瞭に区別できることが重要である。

第二に、臨時情報は正確でなければならない。会社は、伝える出来事の重要性を実際よりも大きくないし小さくしたり、正確な事実のみ述べることにより歪んだ結論が引き出されることを回避するために、情報をその流布前に慎重に検証しなければならない。情報は事実を伝達し、また必要と

される都度それら事実の理解を助ける注釈を加えることが必要である。

第三に、情報は客観的なものでなければならない。つまり、情報が特定の結果を引き出すことを目的として公表されてはならない。証券取引面で公表情報から特定の結果を引き出すのは一般公衆である。

第四に、情報がコミュニケにより提供される場合、コミュニケは明瞭かつ読みやすいものでなければならない。この特徴は重要である。というのは、一般公衆にとって内容の難しいコミュニケがしばしば見られたからである。コミュニケは、もしそれが明瞭で生き生きとし通常の文章で印刷されれば、関心を持って読まれる。

最後に、臨時情報はその伝達対象に到達するために、迅速かつ広く一般公衆に流布可能な適切な伝達媒体を利用しなければならない。それに関しては、効果の確実な手段は存在しないが、全国レベルで瞬時に情報の流布を可能にするファクシミリ (télescripteurs) のシステムは、臨時情報の非常に重要な手段であると考えられた。

勧告書では以上の内容に続いて、企業における情報担当責任者の設置が求められた。それは、企業の情報公表に対する姿勢を改善し、有効な組織的公報活動 (情報政策) を実施する上で不可欠のものと考えられた。これについては前述の通りである。

フランスにおける臨時情報は、まだ不十分にしか実践されていなかった。このため、臨時情報の実践にあたって多くの問題が生ずる可能性があったが、その問題に対しては、証券取引委員会の以上の勧告書が解決策をもたらすものと期待された。また、証券取引委員会の部門が企業の利用に供された。これにより、企業は大きな問題が生じたり、取るべき行動に迷った時には当該部門に相談することができた。勧告書の末尾に掲げられた委員会の担当責任者と業種別担当者は次の通りであった。すなわち、

担当責任者 : BURGARD (事務局長) と

BUSSON de JANSSEN (情報部長)

業種別の責任者 :

CANNEVA ; 銀行, 保険, 不動産会社, 投資会社, 建設・土木, 小売。

DEVEZIN-CAUBET ; 食品, 自動車, ゴム, 石材, 機械建設, 電気機器, 鉄鋼, 鉱山。

MONTOUSSE de LYON ; 農業, ホテル, 印刷, 石油化学, 化学製品, 公共サービス, 繊維, 輸送。

次に、証券取引委員会が臨時情報改善のために行った介入・指導について見てみよう。

3. 証券取引委員会の介入・指導

(1) 委員会の介入の二つのタイプ

証券取引委員会は、臨時情報の実践を改善するため、特に1970年の勧告書公表後は当該勧告書の実践適用を図るために積極的に介入・指導した。

委員会の介入は年間数百件に昇った。その介入は大きく二つのタイプに分けられる。すなわち、第一のタイプは、準備中の取引ないし不慮の出来事が起こった時に、株主・一般公衆への情報提供のために採るべき行動についてのコンサルティングである。このタイプの介入が非常に多く、前出の委員会担当部門がこれにあたった。例えば、合併計画や株式交換比率の公表時期に関する相談等が上げられる。

第二のタイプは、取引所価格の動きないし取引量の大きな変動、あるいは情報機関の情報等に基づいて行なわれる介入である。この介入は、一般に、一週間から一ヶ月間の相場と取引量の動きの観察や、報道機関が繰り返し取り上げる一定のニュースあるいは市場ないし企業における噂等によって動機づけられる。このタイプの介入が徐々に増加した。この場合、情報が適切に公表されているか、不公正取引が行なわれていないか等が吟味される。情報が何ら公表されていない場合ないし公表情報に問題があれば、委員会は企業をして適切なコミュニケを公表するよう指導する。また、不公正取引の疑いがある場合には本格的な調査に発展する。このタイプの介入で重要なものは、証券取引委員会の会報で公表されている。それによれば、次のケースが上げられた。例えば、

① ある会社が外国の大企業グループとの協定締結について食い違った情報を報道機関に公表したケース。

委員会が調査に乗り出した結果、株価操作や個

人的利益を目的としたものでなく、協定締結の好イメージを与えるためその宣伝効果をねらって実施されたことが明らかにされた。月報での当該ケース公表に当たって、委員会は情報の真実性と正確性の重要性を強調した⁽⁴⁹⁾。

② ASTRAL社の株価急騰のケース

当該会社の株価は9月30日に330Fであったのが10月20日には494.80Fに急騰した。しかし、この動きを解釈するためのいかなる情報も提供されていなかった。委員会が調査した結果、オランダ企業 KONINKLIJKE ZOUT ORGANON 社が当該会社の過半数以上の資本参加を目的として動いたことが明らかにされた⁽⁵⁰⁾。

③ SAPIEM 社の子会社により GENVRAIN 社に対して行なわれた株式公開買付 (OPA) のケース

委員会は関係三社に対して、当該企業の状況と OPA が成功すると仮定した場合の将来の見通しについて明瞭かつ完全な情報を提供するように求めた⁽⁵¹⁾。

④ Etablissements BRISSONNEAU et LOTZ 社の株価急騰のケース

大量の買い注文により株価は月初め以来40%以上も上昇した。しかし、委員会の質問を受けた当該会社の幹部は大量取引の原因を知らなかった。委員会の調査の結果、フランスの企業グループが事業上の理由から実施したことが明らかにされた。⁽⁵²⁾

⑤ ANTAR 事件

ANTAR - PETROLES DE L'ATLANTIQUE 社の支配権を有するグループと ELF-ERAP グループとの間で資本の譲渡契約が締結された。しかし、市場ではこの協定をめぐって種々の噂が飛びかい、1969年12月の第二週から株価の大きな変動が生じた。委員会は、ANTAR 社の株主から多くの苦情を受け取り、当事会社の公表する情報が不完全であったことを指摘した。委員会は、当該グループ間での交渉が秘密裏に実施されねばならないこと、もしその一部が漏れたならば直ちに公式の情報を公表すべきことを明らかにした。このケースは、フランスの臨時情報の不十分性を象徴する事件であった⁽⁵³⁾。

⑥ AU BON MARCHÉ 事件

1969年8月28日、当社の臨時総会が増資を決定

した。この増資は他の企業グループによる当社の支配権取得に関連して行なわれるものであった。増資の方式を決定するための臨時総会が召集されて以来、委員会は必要な情報が株主に提供されるよう当該会社の社長に促した。委員会が重視した点は、七ヶ月間に二回も召集された株主に、このグループから得られる資金の使途についてある程度の詳細が知らされているかどうかの点であった。また、二人の少数株主が株主の引受優先権を認める新しい増資案を盛り込んだ議決案を提出した。1970年3月12日、理事会が社長の退任と新社長 Bernard WILLOT 氏の就任を発表した。BON MARCHÉ 社の幹部は委員会の担当者と会い、増資により得られる資金の使途についてすべての情報を直ちに株主に提供できない旨を伝えた。委員会は第二回日の臨時株主総会の延期を求め、当該総会は実際に延期された⁽⁵⁴⁾。

この会社はもう一つの問題を有していた。1970年3月3日、当時の社長 CHEZLEPRETRE 氏は Agache-willot 社の子会社 Sant-Frères 社に対して、Cmpagnie Commerciale d'Investissement (C.C.I.) 社株主の55%を譲渡した。C.C.I. 社は Bon Marché 資本の23%を保有していた。問題は、当該譲渡価格が当時の C.C.I. の店頭市場価格の五倍に相当したことであった。

C.C.I. の株主 VAXELAIR 氏と du MONCEAU 氏 (ベルギーの企業グループ INNO-BM) は法的措置を求めて訴訟を起こした⁽⁵⁵⁾。

AU BON MARCHÉ とベルギーの企業グループ INNO-BM との提携解消を前提に、Agache-willot グループと VAXELAIR 氏および du MONCEAU 両氏のグループとの間で協約書が交わされた。当該協約書には、後者のグループが前者に対して、Bon Marché 株と C.C.I. 株式をそれぞれ158フランと575フランで譲渡することが規定されていた。委員会は、当該協約書の内容を株主・一般公衆に公表すること、他の株主がこれと同じ条件で売却できることを関係者に要請した⁽⁵⁶⁾。しかし委員会は、関係グループが適切に情報を提供しなかったこと、また、小株主の利益の考慮を怠ったことを公表している⁽⁵⁷⁾。その後、Bon Marché 株と C.C.I. 株は数ヶ月にわたって騰貴するが、両社は適切ないかなる情報も提供しなかつ

たので委員会は調査の実施を決定した⁽⁵⁸⁾。

以上の例でわかるように、証券取引委員会は株価・取引量、噂等を注視し、異常な動きが見られる場合、適切な情報が迅速に公表されているか、不公正取引が行なわれていないか等を調査した。

(2) 公表情報の特徴と三つのタイプの公表姿勢

証券取引委員会は、企業による臨時情報の実践を注意深く観察した。それによれば、迅速性と完全性に問題があると指摘された。まず、迅速性については、本来なら、コミュニケの公表が必要なケースであるのに企業は何らの公表も行わず、委員会の指摘の後にコミュニケを公表するケースが頻繁に生じた。完全性の問題については、例えば、次のケースが上げられた⁽⁵⁹⁾。すなわち、

- ・以前の変動と違う動きを見せているのにその意義を明らかにするための注釈を付けることなく行なわれた成果の公表。
- ・重要子会社の成果の公表で、親会社の証券価格への影響の可能性に言及することなく行なわれた公表。
- ・外部的な要素を考慮することなく作成された情報の公表

この最後のケースの外部的要素には、例えば、一定時点の市場の極端な感度、過去の出来事あるいは悪い噂等が上げられた。これらケースでは、公表情報が一般公衆により間違えて理解あるいは間違えて解釈される可能性があった。委員会は、臨時情報が単純・簡単なものではないことを指摘し、その実施には熟慮と厳正性が必要であると強調した。以上の迅速性と完全性の問題は、企業の公表姿勢に大きく関係している。

証券取引委員会は、これら実践の観察を通じて、問題のあった上場会社幹部の公表姿勢に三つのタイプがあることを明らかにした⁽⁶⁰⁾。まず第一は、情報公表に最も消極的なタイプである。このタイプが最も多い。彼らには、次のような特徴が見られた。すなわち、

- ・一般に、彼らは相場の著しい変動を前にして事業活動や経過を知らない観察者のように驚いている。
- ・一般に、自分達がコントロールできない現象に関わっておりそれに対していかなる影響も及ぼしえないと主張する。

- ・彼らは、証券市場が一般公衆に対して証券の売買を容易にする制度であり、また、合理的でない種々の要素が働く所であると考えている。
- ・彼らは自社の証券の市場での変動にほとんど関心を示さず、その価格変動の原因を知ろうとしない。

このタイプの幹部には、何よりもまず情報の重要性を認識し、迅速に情報を公表する姿勢が必要である。

第二は、情報公表に対して積極的な態度をとっているが、公表内容に問題があるタイプである。これには次のような特徴が見られた。すなわち、

- ・情報の遅い流布の問題を認識している。
- ・彼らの社会に関する重要な出来事を直ちにあるいは非常に短期間の内に市場に知らせている。
- ・しかし提供される情報は必ずしも一般公衆をしてこれら出来事の原因と効力の理解を可能にしているわけではない。

このタイプの例として、Assurances du group de Paris (AGP), Paternelle Suez および Banque de l'Indochine の三企業グループ間の紛争のケースが上げられる。この場合、三グループが株主に提供した情報は、豊かつ迅速で市場を安心させるためには十分なものであった。次に挙げる三つの主要な出来事がコミュニケとして即時に公表された。すなわち、

- ・AGPの取締役会（5月18日開催）における Paternelle グループ派遣取締役の退任の決定。
- ・Paternelle グループによる Banque de l'Indochine 株式120万株の市場での取得（5月23日）。
- ・当事者間で6月23日に締結された協定の概要。

しかし、公表されたコミュニケにはいくつか問題があった。例えば、第一のコミュニケには退任決定の理由として「重大な見解の相違」という曖昧な表現が用いられていた。また、三番目のコミュニケには、協定の主要な様式を四つの点に要約していたが、協定の条項は一部を除き、例えばパートナー間で交換される証券の数や価額等の詳細は提供されなかった。

委員会の介入によりこれら問題点が指摘されると、当事会社の社長は、年次株主総会時とか株主レターの中で彼らの解釈と注釈を提供した。さらに、協定締結後に交換される資本参加の性質につ

いての追加的情報が提供された。以上の情報は報道機関を中継して一般公衆に知らされた。最後に、関係費用に関する情報は重要であるが、それについては何らの情報も公表されなかった⁽⁶¹⁾。

このタイプは情報の完全性の点で問題があり、公報活動における十分な熟慮が求められる。

第三は、以上の二つの中間タイプである。つまり、第一のタイプほど消極的な態度をとっていないが第三のタイプのように自発的に情報を公表するわけでもない。これには次のような特徴が見られた。すなわち、

- ・相場の変動と情報との関係を自発的に追求しないが、委員会の介入を受けた後、市場における情報提供の有用性を認識し保有する情報を公表する。
- ・情報公表の熱意に問題があるわけではないが、しかしその行動は十分であるというわけでもない。

このタイプは情報の迅速性、完全性いずれの点でも不十分であるという特徴が見られ、情報の重要性をより一層認識することが必要である。

以上の会社幹部の三つのタイプの分類は、臨時情報の発展にとって企業の公表姿勢の改善が不可欠であることを示唆している。特に、最も多い第一のタイプの幹部の意識改善が必要である。

(3) 株主・一般公衆の信頼関係の樹立

証券取引委員会は、良好な情報政策と門戸開放政策によって会社とその株主・一般公衆の間に信頼の土壌が醸成されるならば、臨時情報の実践上の問題が解決できると考えた。すなわち、会社、その株主、従業員、顧客および一般公衆の間にコミュニケーションの継続的流れを樹立することによって、会社は積極的かつ賢明な情報政策によって得た信頼性を維持するために、重要なニュースを迅速に公表する必要性を認識するものと考えた。この考え方はフランス企業の経営者に徐々に受け入れられたが、まだ一般的ではなかった。例えば、企業活動を大きく変える出来事を数ヶ月ないし一年以上も後になって初めて知らせるのが頻繁に行なわれた。また、株主が、企業グループ間での協定締結後でも会社の資本構造上の変更を知らないことがあった。あるいは知らされても遅くあるいは間接的であった。

情報公表の欠陥は、取引の誠実性やその発展に

対して悪影響を及ぼす。これに対して、良質の情報の継続的流れは、市場の良好な運営と企業にとり好ましい信頼の土壌醸成に貢献する。それはまた、幹部が株主に対して持つ関心の印および尺度である。例えば、Saint-Gobain-Pont-à-Mousson 社は、そのグループ企業に関する重要な出来事についての情報を一般公衆に定期的に伝えた。当社は年度終了直前ないし直後に年度中のグループの事業の経過と状況を、従業員、財務アナリスト、ジャーナリスト等多数の前で明らかにした。この試みは1970年に始められ1971年、72年にも続けられた。しかも、当該会社は1972年11月17日に上半期の連結純成果を初めて公表する等、情報公表面で新たな進歩が見られた。

また、Roussel-Uclaf においても進歩が見られた。この会社は10月26日にそのグループの連結利益を明らかにした。前年の1971年は当該情報の公表は11月19日であった。この他10月に公表した企業には、例えば l'Oréal, Docks de France, Olida et Caby, DMC および la Compagnie bancaire 等のフランス企業、また、8月の1日と10日にそれぞれ上半期（6月末終了）の連結成果を公表した企業に Pétrofin と Unilever, 同月第三・四週の公表企業には、AKZO, BASF, Bayer 等の外国企業が上げられた。

その他、Viniprix, Docks de France, Lorilleux-Lefranc 等の企業は、十分な正確性が得られると直ちに合併あるいは予測成果を一般に公表した⁽⁶²⁾。

以上の試みには明瞭、詳細かつ迅速に情報を伝達する意思が表われている。証券取引委員会は臨時情報の実践上の問題解決の一つの手段としてこのような試みを奨励した。すなわち、各会社的方式は様々であるが、重要なことは会社、その株主、従業員、顧客および一般公衆の間にコミュニケーションの継続的流れを確立することである。もしそれが達成されるならば、会社は積極的かつ賢明な情報政策によって得た信頼性を維持するために、重要なニュースを迅速に流布する必要性を認識するものと委員会は考えた。

以上、重要な臨時的事実の公表に関する証券取引委員会の活動を考察した。この問題は、主として自発的情報活動における公表内容の問題である。

まず、証券取引委員会は1970年に臨時情報に関する実施原則を勧告書の形で公表した。当該勧告書は法的強制力を持たないが、委員会の介入・指導を通じてその実践適用を図った。そして、公表情報の観察を通じて、企業の情報公表姿勢に問題のあったこと、またこれらの問題のある公表姿勢に三つのタイプが見られたことを明らかにした。証券取引委員会は、企業が情報に対する姿勢を改善し、自発的な情報を継続的に公表することが臨時情報の実践を改善・発展させるものと考えた。すなわち、積極的な公報活動を通じて情報利用者との間に信頼性が醸成されると、その信頼性を維持するために重要な臨時的事実も遅滞なく適切に公表することになるのである。この領域も、やはり公表主体の問題と密接に関連しているのである。

V む す び

以上、本稿は証券取引委員会の1968-1972年における自発的情報の領域に関する活動を考察した。もう一度ここで各要点を上げて見よう。まず、第Ⅱ節では、自発的情報活動領域における公表主体の問題を中心に扱った。すなわち、委員会は自発的な情報公表の重要性を企業に訴え、首尾一貫した方針に基づく有効な公報活動の必要性を強調した。そして、当該活動を担当する幹部レベルの情報担当責任者の任命を全上場企業に求めた。さらに、証券取引委員会は、任命された情報担当責任者との集会を開催し、企業の情報に対する意識改善に取り組んだことを明らかにした。

次に、第Ⅲ節では、当該領域における伝達対象・手段の問題を扱った。すなわち、証券取引委員会は、自発的な情報活動領域を整備するにあたって、その情報利用者として小株主・一般公衆を指定した。その理由は、従来の法定公表の伝達媒体に大きな問題があったからである。この問題を克服するために、委員会は自発的情報活動推進の手段として株主レター、門戸開放運動、専門家向け集会を奨励した。その場合、企業と小株主・一般公衆との間で情報を中継する報道機関の役割が、また、両者の間で譲歩の解釈を仲介する財務アナリスト等専門家の役割が極めて重視された。特に、報道機関については、掲載記事の情報源区別の問題と

掲載費用明確化の問題があり、委員会がこの解決に取り組んだことを明らかにした。

最後に、第Ⅳ節では自発的情報活動領域における公表内容の問題を中心に扱った。すなわち、証券取引委員会は1970年に臨時情報に関する実施原則を勧告書の形で公表した。当該勧告書は法的強制力を持たないが、委員会の介入・指導を通じてその実践適用を図った。そして、公表情報の観察を通じて、企業の情報公表姿勢に問題のあったこと、またこれら問題のある公表姿勢に三つのタイプが見られたことを明らかにした。証券取引委員会は、企業が情報に対する姿勢を改善し、自発的な情報を継続的に公表することが臨時情報の実践を改善・発展させるものと考えた。すなわち、積極的な公報活動を通じて情報利用者との間に信頼性が醸成されれば、その信頼性を維持するために重要な臨時的事実も遅滞なく適切に公表するものと考えられた。

以上の活動の分析から次のことが明かとなる。すなわち、

- ・証券取引委員会は従来の法定公表制度の限界を克服するために、法的枠組を超えたもう一つの情報公表の枠組（自発的情報公表）の整備を試みたこと。
- ・その際、法定公表の問題点等を考慮して特に小株主・一般公衆の利益保護を最重視したこと。
- ・当該領域整備のために、委員会が実施原則を確定し、それを勧告書の形で公表したこと。
- ・企業へのその適用を法的効力によらず、委員会の介入・指導の方法で実施したこと。

である。小株主・一般公衆の保護は委員会の全活動を通じた基本的活動方針であり、また、実践の観察、実施原則の確定、勧告および介入・指導は委員会の活動の大きな特徴であると見られる。

〔注記〕

本稿では証券取引委員会の年報を次のように表示する。例えば、正式名称：Commission des Opérations de Bourse, *Rapport au président de la république Année 1968, 1969.* を COB, *Rapport annuel 1968.* と表示する。

- (1) 抽稿「フランス証券取引委員会設立の意義」
『経営志林』法政大学経営学会第28巻第4号。
- (2) フランスの法定公表制度については前出の抽稿を参照されたい。
- (3) これについても前出抽稿を参照されたい。
- (4) COB, *Rapport annuel 1968*, p. 12.
- (5) COB, *Rapport annuel 1969*, p. 61.
- (6) COB, *Rapport annuel 1970*, p. 58.
- (7) COB, *op. cit.*, p. 59.
- (8) COB, *Rapport annuel 1971*, p. 91.
- (9) COB, *Rapport annuel 1972*, p. 83.
- (10) COB, *Rapport annuel 1970*, p. 59.
- (11) COB, *Bulletin mensuel*, n° 5 mai 1969, p. 7.
- (12) COB, *Rapport annuel 1970*, p. 59.
- (13) *Ibid.*
- (14) COB, *l'Information Occasionnelle*, Septembre 1970, pp. 13 – 14.
- (15) COB, *Bulletin mensuel*, n° 21 novembre 1970, p. 9.
- (16) COB, *Bulletin mensuel*, n° 22 décembre 1970, p. 12.
- (17) COB, *Bulletin mensuel*, n° 32 novembre 1971, pp. 12 – 13.
- (18) COB, *Rapport annuel 1972*, p. 83.
- (19) COB, *Bulletin mensuel*, n° 44 décembre 1972, p. 17.
- (20) COB, *Rapport annuel 1970*, p. 58.
- (21) 前出抽稿で付録資料としてBALOの公表例を掲載しているので参照されたい。
- (22) COB, *Rapport annuel 1969*, p. 91.
- (23) COB, *rapport annuel 1970*, pp. 61 – 62.
- (24) COB, *Bulletin mensuel*, n° 18 juillet 1970, pp. 6 – 8., n° 19 août – septembre 1970, pp. 10 – 11., n° 22 décembre 1970, pp. 9 – 12.
- (25) COB, *Rapport annuel 1970*, p. 61.
- (26) COB, *Bulletin mensuel*, n° 22 décembre 1970, p. 12.
- (27) *Ibid.*
- (28) COB, *Bulletin mensuel*, n° 44 décembre 1972, pp. 15 – 16.
- (29) *Ibid.*
- (30) COB, *Rapport annuel 1970*, pp. 62 – 63.
- (31) COB, *op. cit.*, p. 63.
- (32) COB, *Rapport annuel 1968*, p. 69., *Rapport annuel 1969*, p. 92., *Rapport annuel 1970*, p. 60. なお、1969年の33回のうち年次決算書なし連結決算書の公表遅延を補うために本社で開催されたものが25回、工場見学等が8回であった。
- (33) COB, *Rapport annuel 1970*, p. 60.
- (34) COB, *Bulletin mensuel*, n° 23 janvier 1971, pp. 5 – 6.
- (35) *Ibid.* および COB, *Rapport annuel 1970*, p. 60.
- (36) COB, *Rapport annuel 1971*, p. 128.
- (37) COB, *Rapport annuel 1970*, p. 60.
- (38) COB, *op. cit.*, p. 64.
- (39) COB, *Bulletin mensuel*, n° 33 décembre 1971, p. 16.
- (40) COB, *La Press écrite et l'information sur les entreprises* (brochure), décembre 1971, pp. 2 – 3.
- (41) COB, *Rapport annuel 1971*, p. 130.
- (42) COB, *Rapport annuel 1972*, p. 124.
- (43) *Ibid.*
- (44) COB, *op. cit.*, p. 125.
- (45) COB, *Rapport annuel 1969*, p. 93.
- (46) COB, *l'Information Occasionnelle* (brochure), septembre 1970, pp. 5 – 7.
- (47) Heurteux, C., *L'Information des actionnaires et des épargnants-étude comparative*, 1961, p. 392.
- (48) COB, *l'Information Occasionnelle* (brochure), septembre 1970, pp. 8 – 15.
- (49) COB, *Bulletin mensuel*, n° 4 avril 1969, p. 3.
- (50) COB, *Bulletin mensuel*, n° 9 octobre 1969, p. 10.
- (51) COB, *Bulletin mensuel*, n° 11 décembre 1969, p. 9.
- (52) COB, *op. cit.*, p. 14.
- (53) COB, *Bulletin mensuel*, n° 14 mars 1970, pp. 8 – 9.
- (54) COB, *op. cit.*, p. 10.
- (55) *Ibid.*
- (56) COB, *Bulletin mensuel*, n° 15 avril 1970, p. 121.

(57) COB, *Bulletin mensuel*, n°16 mai, 1970, p.
8

(58) COB, *Bulletin mensuel*, n° 28 juin 1971, p.
12.

(59) COB, *Rapport annuel 1971*, pp. 123 – 124.

(60) COB, *Rapport annuel 1972*, pp. 115 – 116.

(61) COB, *op. cit.*, p. 116.

(62) COB, *op. cit.*, pp. 117 – 118.