

2018年2月

フェア・ディスクロージャー・ルールガイドラインの制定(上)

弁護士 小林 稔 / 弁護士 乙黒 亮祐

有価証券の発行者が公表前の内部情報を第三者に提供する場合に、当該情報が他の投資家にも提供されることを確保する、いわゆるフェア・ディスクロージャー・ルールは、既に欧米やアジアの主要国において導入されているところであるが、日本においても、投資家に対する公平かつ適時な情報開示を確保する必要性が重視される中で、導入に向けた議論が高まり、近時、金融商品取引法の改正をはじめとする、関係法令等の整備が行われてきた。

2018年2月6日、フェア・ディスクロージャー・ルールの運用の指針として金融庁が定めるフェア・ディスクロージャー・ルールガイドラインに関するパブリックコメントの結果が公表され、フェア・ディスクロージャー・ルールに関する法令・指針等の内容が一通り固まったことから、本号及び次号において、フェア・ディスクロージャー・ルールガイドラインの紹介を中心としつつ、フェア・ディスクロージャー・ルールの内容を概観することとした。

1 法令等の整備に至る経緯

有価証券の発行者が公表前の内部情報を第三者に提供する場合に、当該情報が他の投資家にも提供されることを確保するルール(フェア・ディスクロージャー・ルール)に関しては、日本でも欧米やアジアの主要国並みに整備すべきではないかとの問題意識から、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、2016年12月7日付で「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～」(以下「TF 報告書」という。)がとりまとめられ、公表された(詳細については2017年1月の当事務所ニュースレター「[フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告](#)」を参照されたい。)

TF 報告書を踏まえ、2017年5月24日に公布された金融商品取引法の改正(以下「改正金商法」という。)によって、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入が決定されるとともに、金融庁は、2017年10月24日付で、金融商品取引法施行令の改正案、新たな内閣府令である「重要情報の公表に関する内閣府令」(以下「重要情報公表府令」という。)案とともに、その運用指針を問答形式で記載した「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)」(以下「ガイドライン」という。)案を公表した。金融商品取引法施行令の改正案及び重要情報公表府令案等については、2017年12月27日付でパブリックコメントの結果が公表されるとともに、同日公布された。また、ガイドラインについては、2018年2月6

日付でパブリックコメントの結果が公表された(以下「ガイドラインパブコメ」という。)

上記の法令等はいずれも 2018 年 4 月 1 日から施行され、ガイドラインも同日に制定・適用される。

2 フェア・ディスクロージャー・ルールの概要

改正金商法は、フェア・ディスクロージャー・ルールについて、大枠として次のような規制を定めている。

- ① 「上場会社等、上場投資法人等の資産運用会社、それらの役員等」が
.....(「3 ルールの対象となる情報提供者」参照。)
- ② 「取引関係者」に「その業務に関して」.....(「4 ルールの対象となる情報受領者(取引関係者)」参照。)
- ③ 「重要情報」の伝達を行う場合には.....(「5 ルールの対象となる情報(重要情報)」参照。)
- ④ 当該伝達と同時に、当該重要情報を「公表」しなければならない.....(次号参照。)

また、改正金商法は、一定の場合について、伝達と同時での公表義務の例外を定めている(次号参照。)

3 ルールの対象となる情報提供者

改正金商法は、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報提供者として、次の者を規定している。

- ① 社債券、株券、新株予約権証券、投資証券等であつて金融商品取引所に上場されているものの発行者
(「上場会社等」)
- ② 上記①に該当する投資法人の資産運用会社
- ③ 上記①及び②の役員、代理人、使用人その他の従業者

「上場会社等」の範囲の詳細は、金融商品取引法施行令に定められているが、インサイダー取引規制の対象となる「上場会社等」に準じた規定となっている。

TF 報告書においては、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報提供者の範囲について、発行者の業務遂行において情報提供に関する役割を果たし、それに責任を有する者に限定することが適当であるとされた。これを踏まえて、改正金商法は、「役員等」のうち、代理人、使用人その他の従業者については、上場会社等において「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」に限るものとしている。なお、役員についてはこのような限定がないことに留意が必要である。

ガイドラインパブコメ(No.27)によると、一般的には、上場会社等の IR・広報部門等の担当者が「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」に該当するが、それ以外の者が該当することとなる場合の一例として、決算説明会において財務担当者が決算内容の説明をする場合などに、当該財務担当者が「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」に該当する場合があります。

4 ルールの対象となる情報受領者(取引関係者)

改正金商法及び重要情報公表府令では、ルールの対象となる情報受領者を「取引関係者」と定義し、これに該当する者を①金融商品取引業者等、及び②売買等を行う蓋然性の高い者の2つに大別したうえで、以下のとおり規定している。これらの取引関係者に対して、上場会社等の「業務に関して」重要情報を伝達した場合がフェア・ディスクロージャー・ルールの適用対象となる。

- 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重要情報公表府令4条で定める者(独立系の証券アナリスト等)又はこれらの役員等
- 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重要情報公表府令4条で定める以下の者
 - (i) 当該上場会社等に係る上場有価証券等の保有者
 - (ii) 適格機関投資家
 - (iii) 有価証券に対する投資を行うことを主たる目的とする法人その他の団体
 - (iv) 上場会社等の運営、業務又は財産に関する情報を特定の投資者等に提供することを目的とした会合の出席者(当該会合に出席している間に限る。)

①金融商品取引業者等

上記①に該当する法人について、金融商品取引業に従事していない部門から従事している部門に重要情報が伝達されないような適切な措置(「重要情報を、当該重要情報が公表される前に金融商品取引業等において利用しないための確な措置」)が講じられている場合には、金融商品取引業に従事しない者が重要情報の提供を受けたとしても、かかる者は「取引関係者」から除かれるものとされている(重要情報公表府令5条)。

ガイドライン問5では、上記措置の具体策として、次のとおり回答が記載されている。

金融商品取引業等以外の業務を遂行する過程において伝達を受けた重要情報を、当該重要情報が公表される前に金融商品取引業等において利用しないための確な措置としては、金融商品取引業等以外の業務を遂行する過程において伝達を受けた重要情報を、当該重要情報が公表される前に金融商品取引業等において利用しないための社内規則等(社内規則その他これに準ずるものをいいます。)を整備し、当該社内規則等を遵守するための役員・従業員に対する研修その他の措置を講じる必要があると考えられます。

なお、ガイドラインパブコメ(No.18)によると、フェア・ディスクロージャー・ルールは、金商法令や日本証券業協会の規則に基づいて適切に法人関係情報の管理態勢を整備している金融商品取引業者等に対して、新たな規制を課すものではないとされ、既にいわゆるファイアウォールが講じられており、適切な情報管理が行われている場合には、新たな社内規則等を整備する必要はないものとされている。

②売買等を行う蓋然性の高い者

上記②に該当する者については、「上場会社等の投資者に対する広報に係る業務」(いわゆる IR)に関して重要情報の伝達を受けた者だけが、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報受領者に該当し得ることになる。この「上場会社等の投資者に対する広報に係る業務」への該当性に関して、ガイドライン問6では、上場会社等による親会社への情報伝達の取扱いについて、次のとおり回答が記載されている。

上場会社等が他の会社の子会社である場合には、当該上場会社等の属する企業グループの経営管理のために、株主である親会社に重要情報を伝達する場合があります。このような重要情報の伝達は、通常、「投資者に対する広報に係る業務に関して」行われるものではなく、本ルールの対象とはならないものと考えられます。

なお、ガイドラインパブコメ(No.21)では、上記趣旨が当てはまる場合には、親会社のみならず、他の株主への重要情報の伝達もフェア・ディスクロージャー・ルールの対象とならないものとされている。

一方、ガイドラインパブコメ(No.26)によると、株主総会における重要情報の伝達が「広報に係る業務」としての情報提供に該当する場合があります。株主総会における役員による発言等のうち、いかなる部分が広報に係る業務と評価され得るのかはガイドラインパブコメからは必ずしも判然とせず、今後の株主総会運営に当たり留意・検討が必要なポイントと考えられる。

5 ルールの対象となる情報(重要情報)

(1) 重要情報の範囲

改正金商法は、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報を「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」と規定し、これを「重要情報」と定義している。これを受けて、ガイドラインにおいては、「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のある情報」がフェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報とされている。いかなる情報が重要情報に該当するかについては個別事案ごとに実態に即して判断されるべきであり、今後の上場会社等と投資家との対話の中で実務の積上げを図っていくことが望ましいという考え方がガイドラインやガイドラインパブコメの随所において示唆されており、当面は、重要情報の範囲についても各社の実情を踏まえて個別に判断していかざるを得ないであろう。但し、その前提として、ガイドラインにおいて一定の参考となる事例について言及されているので以下紹介する。

① 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

ガイドライン問4(答)

① 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。ただし、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。

上記のとおり、経営者との議論の中で交わされる中長期的な企業戦略・計画等に関する情報は、一般的には重要情報に該当しないものの、中期経営計画の内容となる営業利益・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は重要情報に該当し得るものとされる。なお、中長期的な企業戦略・計画等の議論の中で経

営に関する仮説や選択肢に言及する場合、それらは一般的には確定的な情報とはいえず、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象とはならない旨がガイドラインパブコメ(No.13)において示されている。

ガイドラインパブコメ(No.14)によると、上記の「営業利益・純利益」は、中期経営計画に記載される具体的な計画の一例として言及されているものであり、営業利益・純利益に関する具体的な計画内容が常に重要情報に該当するものではないとされる。一方で、中期経営計画に含まれている具体的な計画内容が、それ自体として投資判断に活用できる確定的な情報を含んでいて、当該情報が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場合には、「営業利益・純利益」に限らず重要情報に該当し得ることになる。

② 公表情報の補足説明、業績予想の前提となる経済動向の見込み等

ガイドライン問 4 (答)

② 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。ただし、こうした補足説明等の中に、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、その後の実際的な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。

なお、ガイドラインパブコメ(No.15)によると、上記の回答は、補足情報等であっても重要情報に該当するものがあり得ることを示したものであり、「契約済みの為替予約レート」が常に重要情報に該当することを示したものではありません。

③ モザイク情報

ガイドライン問 4 (答)

③ 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」)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。

上記のとおり、いわゆる「モザイク情報」についてはそれ自体では重要情報に該当しないものとされているが、ガイドラインパブコメ(No.17)では、当該情報と過去に提供されたその他の情報とを一体として見た場合、上場会社等の業績を容易に推知し得るような場合には、重要情報に該当する可能性がある旨が示唆されている。

(2) 情報の管理方法

ガイドライン問 2 は、上場会社等に必要な重要情報の管理方法について、次のとおり記載する。

本ルールを踏まえた情報管理については、例えば、上場会社等は、それぞれの事業規模や情報管理の状況に応じ、次のいずれかの方法により重要情報を管理することが考えられます。

- ① 諸外国のルールも念頭に、何が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、その基準を用いて管理する
- 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

- ・ 決算情報(年度又は四半期の決算に係る確定的な財務情報をいいます。③において同じ。)であって、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全て本ルールの対象として管理する
- この3つの方法のうち、最低限の情報管理の範囲は②となります。

上記(1)に記載したフェア・ディスクロージャー・ルールの対象となるべき重要情報の範囲と、上記のガイドライン問2で言及される管理すべき情報の範囲がいかなる対応関係にあるのか(上記に従った情報管理の対象となる情報以外に、重要情報に該当する場合がありますか)についてはガイドラインやガイドラインパブコメからは判然としない。ガイドラインパブコメ(No.5)によれば、上記②又は③の方法による情報管理を行う上場会社等においては、(i)インサイダー取引規制における軽微基準に該当する情報や、(ii)親会社等による売出し等により「主要株主の異動」が発生する可能性があるという情報については、当面、重要情報として管理しないことも考えられる旨が示されているが、これらの情報が重要情報に該当しないことを正面から認めているわけではないことに留意が必要であろう。

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
弁護士 小林 穰(minoru.kobayashi@amt-law.com)
弁護士 乙黒 亮祐(ryosuke.otoguro@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.com までご連絡下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、<http://www.amt-law.com/bulletins10.html>にてご覧いただけます。
 - Capital Markets Legal Update 発行責任者
弁護士 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦