

2017年1月

フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告

弁護士 佐藤 ^{たけひさ} 岳仙

2016年12月22日、金融審議会「市場ワーキング・グループ」において、「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～」がとりまとめられ、公表された。この報告は、公表前の内部情報を有価証券の発行者が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)を、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、その具体的内容の提言を行うものである。本ニュースレターでは、当該報告の内容を紹介することとした。

1 背景

金融庁は、企業の経営環境や株主構成の変化などを背景に、企業と株主・投資者が企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて協働していくために両者間の建設的な対話を促進していく必要があるという問題意識から、かかる観点も踏まえつつ、投資者が必要とする情報を効果的かつ効率的に提供するための情報開示のあり方等につき幅広く検討を行うべく、金融審議会にディスクロージャーワーキング・グループを設置した。当該ワーキング・グループによる2016年4月18日付の報告書(「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告—建設的な対話の促進に向けて—」)においては、「情報の公平・公正な開示についてのルール」として、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入について、諸外国における実務も踏まえた詳細な検討を行っていくことが必要である旨の指摘が行われていた(なお、同報告については、2016年5月の当事務所ニュースレター「効果的・効率的な企業情報開示のあり方に関する議論の動向～金融審ワーキング・グループ報告書の公表を受けて～」(http://www.amt-law.com/pdf/bulletins10_pdf/160531.pdf)を参照されたい。)

当該報告を踏まえ、金融審議会 市場ワーキング・グループに「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」(以下「タスクフォース」という。)が設置され、2016年10月21日、同年11月21日及び12月2日の会合を経て「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「本報告」という。)がとりまとめられ、12月22日に公表された。

2 フェア・ディスクロージャー・ルール導入の意義

フェア・ディスクロージャー・ルール導入の意義については、投資家に対する公平かつ適時な情報開示を確保し、全ての投資家が安心して取引できるようにすることにあるとされており、かつ、当該ルールの導入は、①発行者側の情報開示ルールを整備・明確化することで、発行者による早期の情報開示を促進し、ひいては投資家との対話を促進する、②アナリストによる、より客観的で正確な分析及び推奨が行われるための環境を整備する、③発行者による情報開示のタイミングを公平にすることで、いわゆる「早耳情報」に基づく短期的なトレーディングを行うのではなく、中長期的な視点に立って投資を行うという投資家の意識変革を促すという積極的意義があるとされている。

3 フェア・ディスクロージャー・ルールの内容

フェア・ディスクロージャー・ルールは、(i)公表前の内部情報を、(ii)情報提供者が、(iii)特定の第三者(情報受領者)に提供する場合に、(iv)当該情報が他の投資者にも提供される(公表する)ことを確保することをその内容とする。

(1)対象となる内部情報の範囲

本報告においては、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる公表前の内部情報について、「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、発行者又は金融商品に関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額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるものを含めること」が提案されている。また、「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)」についてはフェア・ディスクロージャー・ルールの対象外とすることが提案されている。

なお、タスクフォース会合においては当初「発行者又は金融商品に関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額に重要な影響を及ぼす可能性のあるものを含める」との文言が提案されていたが、「可能性がゼロではないということも含まれてしまうおそれがあり、範囲が広くなりすぎるのではないか」といったタスクフォース委員からの指摘を踏まえ、本報告では「蓋然性がある」との文言に改められている。

(2)情報提供者の範囲

本報告においては、情報提供者の範囲を「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」ことが提案されており、具体的には、発行者の役員のほか、従業員、使用人及び代理人のうち、後記(3)に記載する情報受領者への情報を伝達する業務上の役割が想定される者に限定することが提案されている。

實際上情報提供者に該当する者としては、事業会社であれば発行者の役員に加え、IR(Investor Relation)部門所属の従業員が挙げられる。また、上場不動産投資法人(J-REIT)については、投資法人の役員に加え、投資法人からIR業務の委託を受けている資産運用会社等も、上記定義によれば情報提供者に該当し得ると思われる。

(3)情報受領者の範囲

本報告においては、情報受領者の範囲を「証券会社、投資運用業者、投資顧問業者、投資法人、信用格付業者などの有価証券に係る売買や財務内容等の分析結果を第三者へ提供することを業として行う者、その役員や従業

員」及び「発行者から得られる情報に基づいて発行者の有価証券を売買することが想定される者」としている。

なお、タスクフォース会合議事録によれば、金融庁は、取引先の銀行等金融機関は当然に前者に該当するものではないと考えている模様である。

(4)公表の方法

本報告においては、情報の公表方法については、発行者による速やかな公表や個人投資家等のアクセスの容易性といった観点を踏まえ、法定開示(EDINET)及び適時開示(TDnet)に加え、発行者のホームページによる公表も認めることが提案されている。

(5)公表が必要とならない場合

本報告においては、発行者が行う様々な事業活動の中において、例えば、証券会社に資金調達の相談をする場合など、情報提供を正当な事業活動として行うことが必要な状況が想定されることから、情報受領者が受領した情報を第三者に伝達しない義務(守秘義務)及び投資判断に利用しない義務を負っている場合には、発行者は情報の公表義務を負わないとされている。ただし、情報受領者が守秘義務に違反して、受領した情報を前記(3)に記載した者で守秘義務等を負わない第三者に伝達したことを発行者が把握した場合には、発行者に対し当該情報の公表を求めることが提案されている。

なお、タスクフォース会合議事録においては、証券会社において投資銀行業務を行っている部署の役職員に対して資金調達に関連して情報を提供した場合や、M&A に際して守秘義務契約を締結して情報を提供した場合等が、上記の公表が必要とならない場合の例として挙げられている。

(6)公表義務に違反した場合の措置(エンフォースメント)

本報告においては、発行者がフェア・ディスクロージャー・ルールに抵触した場合、まずは情報の速やかな公表を促し、これに適切な対応がとられなければ、行政的に指示・命令を行うことによって、フェア・ディスクロージャー・ルールの実効性を確保することが適当であるとされている。

4 考察

本報告を踏まえ、今後フェア・ディスクロージャー・ルールの法制化に向けた動きが進むことが想定されるが、実務上検討が必要になると思われる点として、主に以下の事項が挙げられる。

- ①公表義務に違反し、かつ、行政上の指示・命令に従わない際の罰則を法制上設ける場合に、当該罰則の程度によっては発行者側に萎縮効果が生じ、早期の情報開示及び投資家との対話の促進という目的が果たされなくなるおそれがある。
- ②金融商品取引業者及び登録金融機関においては、インサイダー取引規制の対象となる重要事実より広く、「法人関係情報」(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顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもの)全般につき適切な管理が求められている。これらの事業者にとっては、法人関係情報と、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報との関係について整理が必要となり得る場面が想定される。すなわち、いずれの情報も、重要事実をその中核としつつその周辺にまで拡張されているところ、

拡張の方向性や程度に違いがあるのか、換言すれば、一方が他方を包含する関係にあるのか等につき検討が必要となり得る。

- ③交渉中又は検討中の M&A や増資等、極めて守秘性が高い情報について、情報受領者が守秘義務に違反して守秘義務等を負わない第三者に伝達したことを発行者が把握した場合に関し、発行者に情報の公表を強制すべきでない場合があり得るか否かについても、今後更なる検討が必要と思われる。

なお、上記の点はいずれもタスクフォース会合において議論が行われており、法制化又は運用にあたって所要の手当てが行われることが期待される。

フェア・ディスクロージャー・ルールが発行者と投資家との建設的な対話の促進につながるよう、今後の法制化に向けた取組みに期待したいところである。

-
- 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 佐藤 岳仙(takehisa.sato@amt-law.com)
 - 本ニュースレターの配信又はその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。
 - 本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