

金融庁 御中

公益社団法人 日本証券アナリスト協会

「フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン（案）」について

2017 年 10 月 24 日に金融庁から公表された標記（別紙参照）に関し、日本証券アナリスト協会（以下、当協会）より下記のとおり意見・コメントを申し上げます。

記

1. 総論

- (1) フェア・ディスクロージャー・ルール（以下、FD ルール）が、本年 5 月に成立した改正金融商品取引法及び今回パブリックコメントに付された関連政・府令（案）に基づき、来年 4 月から施行される運びとなったことについては、当協会として大いに評価したい。公表前の内部情報を発行者が第三者に対して提供する場合に、公平な情報開示を確保するというルールは、全ての投資家が安心して取引できるために極めて重要な制度であり、資本市場の健全な発展に資するものと考え。因みに、2017 年 10 月 30 日に当協会ディスクロージャー研究会が公表した当協会関係者に対するアンケート調査でも、FD ルールについて約 8 割の者が「評価」している。

<https://www.saa.or.jp/standards/disclosure/opinion/b3/index.html>

- (2) しかし、アナリストや投資家にとっては、企業が FD ルールに過度に反応して公平性に重きを置くあまり情報開示に慎重になり過ぎ、本来 FD ルールの対象となる「重要情報」の範囲を必要以上に幅広く捉え、情報開示が減少する結果になるのではとの懸念が引き続き強いのも事実である。既に、一部の企業においては、FD ルール対応のためとして、これまで開示していた事業別・地域別の売上高等の公表済過去情報などについて、一切の情報開示を取りやめたり、あるいは、アナリストとのスモールミーティングやワンオンワンミーティングを開催しなくなった企業があったと聞いている。
- (3) 何が「重要情報」なのかについては、金融庁が昨年 12 月に公表した、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）報告書において、「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係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」とされていたところ

であるが、今回、金融庁から公表された「ガイドライン（案）」の中で、【問 2】として、上場企業を①から③の 3 種類に大きく分類し、それぞれの現状に応じた「重要情報」を管理することが示唆されている。「重要情報」の管理にあたるうえで妥当な方法が示されており、いずれのケースであっても、基本的には、現状の情報開示を後退させるような要因とはならないと想定され、これによることで、企業は、各々の情報開示ルールを整備・明確化していくことが望まれる。

- (4) タスクフォース報告書が積極的意義として謳っているように、FD ルールは、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ものである。そのためには、FD ルールによる公平な情報開示が「縮小均衡」で達成されるのではなく、「拡大均衡」で達成されるようにするべきである。その方向で進むように、当協会としても、例えば、「ディスクロージャー優良企業選定」に当たり、FD ルールの導入を機会に、より積極的に情報開示を実施した企業を高く評価することなど、関係者に対して働きかけて参りたいが、金融庁におかれても、引き続き企業等に対し、「重要情報」の範囲をはじめ FD ルールについての周知徹底を、強くお願いしたい。

2. 各論

(1) ガイドライン案【序文】 「上場会社等と投資家との対話の中での実務の積み上げ」

- ① 上場企業等と投資家との対話の中で、FD ルールの実務の積み上げを図っていくに当たり、「重要情報」の事例について、双方のコンセンサスが得られなかった事例や特異事例などを含めて、例えば「事例集」のような関係者が情報共有できる仕組みを検討していただきたい。
- ② 「発行者による早期の情報開示」という FD ルールの積極的意義に反して、これまでは開示されていた（「重要情報」ではない）情報の開示を拒むような事例を、投資家等から受付けていただき、金融庁として FD ルールの運用実態を把握・理解していただきたい。
- ③ 建設的な対話を通じて得られたプラクティスをもとに、企業の開示方針にかかる誰が見てもわかるような仕組みの導入（ディスクロージャーポリシーの開示など）を、説明会などの場を通じて企業に対して働きかけていただきたい。

(2) ガイドライン案【問 2】 「情報管理の範囲」

- ① 「決算情報」とは何かについて、より明確な基準を明記していただきたい。
- ② 「法人関係情報」と今回の FD ルールの対象となる「重要情報」の包含関係を明記（法人関係情報＞重要情報）していただきたい。

(3) ガイドライン案【問 4①】「中長期的な企業戦略・計画等に関する情報」

この【問】に対する【回答】として、「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、FD ルールの対象となる情報となり得る例として挙げられている。具体的な計画であったとしても、それが計画である限り、決算数値として確定的な情報とは言えないと思われるが、この点についてどのように理解すれば良いのか。例えば下記の(イ)から(ハ)のいずれかの解釈によるのか、あるいはそれ以外の解釈によるのか、ご教示いただくとともに、正しい解釈について①の例で言及していただきたい。

- (イ) 開示する情報に、未公表のほぼ確定した足元の決算情報が含まれることをもって「重要情報」に該当。
- (ロ) あくまで計画であり、確定的な決算情報ではないが、計画としては確定的であり未公表であることをもって「重要情報」に該当。
- (ハ) 公表すると株価に重要な影響を及ぼし得ることをもって「重要情報」に該当。

以 上

金融商品取引法第 27 条の 36 の規定に関する留意事項 (フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン)

- このガイドラインは、あくまでも、法令に関する現時点での一般的な解釈を示すものであり、個別事案に対する法令適用の有無を回答するものではありません。個別事案に対する法令適用の有無は、当該事案における事実関係を前提にし、事案ごとに、法令の趣旨を踏まえて実質的に判断されるものであることに留意する必要があります。また、異なる前提条件（投資者保護の観点から慎重な検討が必要であると考えられる新たな取引手法等を含みます。）が存在する場合や関係法令が変更される場合などには、考え方が異なることもあることに留意する必要があります。
- また、フェア・ディスクロージャー・ルールの実施に当たっては、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考えられています。今後、こうした実務の積上げの中で、このガイドラインにおいて示した考え方についても建設的に変化していくことがあります。
- このガイドラインは、捜査機関の判断や罰則の適用を含めた司法判断を拘束するものではありません。また、将来における金融庁の解釈を保証するものではありません。
- このガイドラインにおいて取り上げた項目に限らず、一般論として、法令の解釈・適用にあたっては、当該法令の趣旨を踏まえた実質的な解釈・適用がなされるべきであると考えられます。
- なお、このガイドラインにおいて、「重要情報」とは、法第 27 条の 36 第 1 項に規定する「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」のことをいいます。
また、「取引関係者」とは、金融商品取引業者など、有価証券の売買等に関与する蓋然性が高いと想定される者として法第 27 条の 36 第 1 項各号に掲げられている者のことをいいます。

(凡例)

法：金融商品取引法

重要情報公表府令：重要情報の公表に関する内閣府令

金商業府令：金融商品取引業等に関する内閣府令

<目次>

総論

(問1) フェア・ディスクロージャー・ルールの趣旨・意義

フェア・ディスクロージャー・ルールの趣旨・意義はどのようなものですか。

法第27条の36第1項関係

(問2) 情報管理の範囲

上場会社等はどのような情報を本ルールの対象となる情報として管理すればよいのでしょうか。

(問3) 取引関係者に伝達した情報について重要情報に該当するのではないかと指摘を受けた場合の対応

上場会社等がその業務に関して情報を取引関係者に伝達した場合に、当該取引関係者から、当該情報が重要情報に該当するのではないかと指摘を受けたときには、上場会社等はどのような対応を取ることが考えられますか。

(問4) 企業の将来に関する議論等の取扱い

以下のような情報は、本ルールの対象となりますか。

- 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
- 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
- ③ 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」）

(問5) 重要情報の適切な管理のために必要な措置

重要情報公表府令第5条では、重要情報の適切な管理のために必要な措置として、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が規定されていますが、具体的にはどのような措置を講じる必要がありますか（第1号関係）。

(問6) 親会社への情報伝達の取扱い

重要情報公表府令第7条第1号では、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る株主が取引関係者に該当する旨が規定されていますが、上場会社等が株主である親会社に重要情報を伝達する場合にも、上場会社等は当該重要情報を公表しなければならないのでしょうか(第2号関係)。

(問7) 証券会社の投資銀行業務を行う部門等への重要情報の伝達

以下のような場合に、伝達した情報を公表する必要がありますか。

- ① 証券会社の投資銀行業務を行う部門との間で組織再編や資金調達等の相談をするために重要情報を伝達する場合
- ② 信用格付業者に債券等の格付を依頼する際に重要情報を伝達する場合

法第27条の36第2項関係

(問8) 重要情報の伝達と同時にこれを公表することが困難な場合

法第27条の36第2項に定める「重要情報の伝達と同時にこれを公表することが困難な場合」の内容として、重要情報公表府令第8条第1号では、役員等が取引関係者に意図せず重要情報を伝達した場合が規定されていますが、これは具体的にはどのような場合ですか。

総論

(フェア・ディスクロージャー・ルールの趣旨・意義)

(問1) フェア・ディスクロージャー・ルールの趣旨・意義はどのようなものですか。

(答)

法第27条の36の規定(いわゆるフェア・ディスクロージャー・ルール。以下「本ルール」といいます。)は、投資者に対する公平な情報開示を確保するために導入されたものです。また、本ルールの導入により、発行者側の情報開示ルールが整備・明確化されることで、発行者による早期の情報開示、ひいては投資家との対話が促進されるといった積極的意義があるとされています。

本ルールの適用を受ける上場会社等におかれましては、本ルールの趣旨・意義を踏まえ、積極的に情報開示を行うことが期待されています。

法第27条の36第1項関係

(情報管理の範囲)

(問2) 上場会社等はどのような情報を本ルールの対象となる情報として管理すればよいのでしょうか。

(答)

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。

(取引関係者に伝達した情報について重要情報に該当するのではないかとの指摘を受けた場合の対応)

(問3) 上場会社等がその業務に関して情報を取引関係者に伝達した場合に、当該取引関係者から、当該情報が重要情報に該当するのではないかとの指摘を受けたときには、上場会社等はどのような対応を取ることが考えられますか。

(答)

上場会社等がその業務に関して情報を取引関係者に伝達した場合に、当該取引関係者から、当該情報が重要情報に該当するのではないかとの指摘を受けたときには、両者の対話を通じて、

- ① 当該情報が重要情報に該当するとの指摘に上場会社等が同意する場合は、当該情報を速やかに公表する
- ② 両者の対話の結果、当該情報が重要情報に該当しないとの結論に至った場合は、当該情報の公表を行わない
- ③ 重要情報には該当するものの、公表が適切でないと考えられる場合は、当該情報が公表できるようになるまでの間に限って、当該取引関係者に守秘義務及び当該上場会社等の有価証券に係る売買等を行わない義務を負ってもらい、公表を行わない

といった対応を取ることが考えられます。

(企業の将来に関する議論等の取扱い)

(問4) 以下のような情報は、本ルールの対象となりますか。

- 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
- 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
- ③ 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」)

(答)

本ルールは、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を対象とするものです。

問にある情報が本ルールの対象となるかどうかについては、それぞれ以下のように考えられます。

- 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もの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。
- 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、例えば契約済みの為替予約レートの数値のような、その後の実体経済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情報が含まれる場合は、当該情報が重要情報に該当する可能性がある点にご留意下さい。
- 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。

（重要情報の適切な管理のために必要な措置）

（問5）重要情報公表府令第5条では、重要情報の適切な管理のために必要な措置として、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的確な措置が規定されていますが、具体的にはどのような措置を講じる必要がありますか（第1号関係）。

（答）

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的確な措置としては、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。

(親会社への情報伝達の取扱い)

(問6) 重要情報公表府令第7条第1号では、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る株主が取引関係者に該当する旨が規定されていますが、上場会社等が株主である親会社に重要情報を伝達する場合にも、上場会社等は当該重要情報を公表しなければならないのでしょうか(第2号関係)。

(答)

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ると考えられます。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。

(証券会社の投資銀行業務を行う部門等への重要情報の伝達)

(問7) 以下のような場合に、伝達した情報を公表する必要がありますか。

- ① 証券会社の投資銀行業務を行う部門との間で組織再編や資金調達等の相談をするために重要情報を伝達する場合
- ② 信用格付業者に債券等の格付を依頼する際に重要情報を伝達する場合

(答)

上場会社等が本ルールの対象となるような重要情報の伝達を行う場合であっても、伝達の相手方である取引関係者が、法令又は契約により、当該重要情報を上場会社等が公表する前にこれを他に漏らさない義務(守秘義務)及び当該上場会社等の有価証券に係る売買等を行わない義務を負う者である場合には、伝達された重要情報の公表が行われなかったとしても、市場の信頼が害されるおそれは少ないと考えられることから、当該重要情報の公表は不要とされています(法第27条の36第1項ただし書)。

間にある場合については、以下のように考えられます。

- ① 証券会社の投資銀行業務を行う部門については、その職員は、金商法令において、法人関係情報に基づいて当該情報に係る有価証券の取引を行うことが禁じられています(法第38条第8号、金商業府令第117条第1項第16号)。また、証券会社は、金商法令上、法人関係情報の管理について、不公正な取引の防止を図るために必要かつ適切な措置を講じることが求められており(法第40条第2号、金商業府令第123条第1項第5号)、これを踏まえて制定された日本証券業協会の規則において、業務上、法人関係情報を取得する可能性が高い投資銀行業務を

行う部門は、他の部門から物理的に隔離すること等、取得した法人関係情報が業務上不必要な部門に伝わらないよう管理すること、法人関係情報は、一定の場合を除き、伝達を行ってはならない旨を社内規則等で定めることが求められています。

このため、このような管理体制が整備されている証券会社の投資銀行業務を行う部門への重要情報の伝達については、上場会社等により当該重要情報の公表が行われなかったとしても、市場の信頼が害されるおそれは少ないと考えられます。

- ② 信用格付業者については、金商法令上、信用格付業の業務に関して知り得た情報につき、目的外利用がされないことを確保するための措置及び秘密漏洩防止を図るための措置をとることが求められていること（法第 66 条の 33 第 1 項、金商業府令第 306 条第 1 項第 12 号）を踏まえれば、このような措置を講じている信用格付業者に債券等の格付を依頼する際の重要情報の伝達については、上場会社等により当該重要情報の公表が行われなかったとしても、市場の信頼が害されるおそれは少ないと考えられます。

法第 27 条の 36 第 2 項関係

（重要情報の伝達と同時にこれを公表することが困難な場合）

（問 8）法第 27 条の 36 第 2 項に定める「重要情報の伝達と同時にこれを公表することが困難な場合」の内容として、重要情報公表府令第 8 条第 1 号では、役員等が取引関係者に意図せず重要情報を伝達した場合が規定されていますが、これは具体的にはどのような場合ですか。

（答）

重要情報公表府令第 8 条第 1 号にいう「意図せず重要情報を伝達した場合」に該当する場合としては、例えば、上場会社等としては伝達する予定のなかった重要情報を、その役員等がたまたま話の流れで伝達してしまったような場合が考えられます。