

2017年10月30日

SAAJ 日本版フェア・ディスクロージャー・ルールに関するアンケート調査結果

ー日本証券アナリスト協会ディスクロージャー研究会実施ー

2017年5月に成立した金融商品取引法の改正で、「日本版フェア・ディスクロージャー・ルール」が導入され、2018年4月頃にも施行の運びとなった。

フェア・ディスクロージャー・ルール（以下「FDルール」）は、証券アナリストにも大きな影響を与えると考えられるため、日本証券アナリスト協会ディスクロージャー研究会（以下「当研究会」）としては、FDルールそのものや運用に対する意見、アナリストとしての心構え、関係者への要望、さらに運用開始後のフォローアップも含めて、慎重に議論した上で、継続的に情報発信していく予定である。

その第一弾として、当研究会では、FDルール導入の具体的な検討を行った「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」（2016年12月）の報告書（以下「TF報告書」）（別紙3参照）について、2017年7月に、当研究会委員及び同専門部会委員並びに企業会計研究会実務委員の151名に対してアンケート調査を実施したところ、その概要を公表する。

なお、アンケート質問項目は、別紙2の通りである。回答者は93名（セルサイド59名、バイサイド27名、その他7名）、回収率は62%であった。

当研究会としては、FDルールが、TF報告書で謳われているように、企業と投資家の「建設的な対話」を促す方向で実施されることを切に望むとともに、必要に応じた情報発信という形で貢献していく所存である。

本件に関するお問い合わせは下記まで
電話：03-3666-1933
担当：規律・企業情報開示第2部長
岩間 弘道

【要約】

●FDルール導入の全般的評価としては、株式市場の活性化に資するなど78%が前向きに評価した。

別紙1 図1

●TF報告書で謳われるFDルール導入の3つの積極的意義の評価 別紙1 図2~4

1. [投資家との対話が促進する]との評価は、発行者の情報開示後退から、対話がしにくくなるとの声が相応にあり、【評価】（56%）と【評価しない】（44%）が拮抗した。
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整備に資する]と64%が評価する一方で、情報開示の後退から分析の正確性の低下を懸念する声もあった。
3. [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改革を促す]と60%が回答する一方短期情報で鞘取りをする投資家の志向を決める要因に対してFDルールは影響を与えず、意識改革に繋がらないとの声もあった。

●FDルールの「重要な情報」の範囲から除外すべき情報として、アナリストの業務に支障があるため、大多数の回答者が、①中期経営計画の詳細情報、業績予想変動をもたらす機会とリスク、業績予想の前提などの【将来情報】、②セグメント別、各業界特有のオペレーティング測定基準、決算の資産・負債科目の詳細内訳、経営陣の事業環境に対する認識などの【過去情報】を挙げ、これらはいずれも、『モザイク情報』に該当するとの回答となった。

●情報の公表方法として発行者のホームページへの掲載が認められた点は、開示のハードルが下がり、適時性及び弾力性が向上すると95%が評価する一方で、ホームページでは遡及的修正や抹消が可能となることや、競合企業への情報漏洩を恐れるため、ホームページでの公表開示が進まないなどを懸念する声もあった。 別紙1 図5

●建設的な対話を促進するための環境整備として、関係者に対し、次のコメントがあった。

【企業】：①「ディスクロージャーポリシー」の制定と公表、②「ディファレンシャルディスクロージャー」（相手レベルに応じた開示）の運用、③積極的な情報開示への体制整備、④メディアに対する規律ある情報開示の体制整備

【金融庁】：①周知徹底を目的とした説明会の開催、②実務対応を踏まえた極力明確なガイドラインの策定、③運用実情を踏まえたタイムリーな制度の改善と見直し

【メディア】：既にFDルールが実施されている諸外国の報道の事例などを踏まえ、資本市場の健全な発展に資する報道

●FDルール導入を踏まえたアナリスト業務における変化としては、アナリストとして技術・知識の向上が求められる、投機から投資への回帰などの前向きな声がある一方で、情報開示の姿勢が後退して、分析が表面的なものに終始する、過度に短期志向の投資家を排除する方向は市場の多様性の阻害要因となるとのコメントもあった。

●FDルール導入を踏まえたアナリストのあるべき姿については、より中長期的視点が重要とのコメントが多かったが、他方、投資家ニーズに即して短期・中長期とも重要とのコメントも相当程度あった。

【詳細内容】

1. FDルール導入に対する全般的評価

- 回答者全体では78%が【高く評価する】または【ある程度評価する】と回答し、【あまり評価できない】または【評価できない】の22%を大きく上回った。 **別紙1 図1**
- セルサイドの83%、バイサイドの73%が【高く評価する】または【ある程度評価する】と回答した。
- 『世界の主要な金融市場である日本市場の健全性をアピールすることに繋がる』、『より迅速に情報を開示する動きに繋がる』など株式市場の活性化に資するなどを評価する一方で、『公平性を過大に重視し過ぎると、情報開示の後退を招き、かえって市場の短期志向を助長させる恐れがある』、『FDルールの対象外の情報受領者から二次的に発信される情報により、株価が大きく変動する』というリスクを懸念する声もあった。

2. TF報告書で謳われているFDルールの積極的意義の評価

(1) [発行者側の情報開示ルールを整備・明確化することで、ひいては発行者による早期の情報開示を促進し、投資家との対話を促進する]という積極的意義

- 回答者全体では56%が【対話を促進する】または【ある程度促進に役立つ】と回答し、【情報後退により対話がしにくくなる】の44%と評価は拮抗することとなった。 **別紙1 図2**
- セルサイドの58%、バイサイドの48%が【対話を促進する】または【ある程度促進に役立つ】と回答したが、バイサイドにおいては52%が【情報開示が後退し、対話がしにくくなる】と回答した。
- 『従前に比べ情報開示が促進した』という声がある一方で、『スモールミーティング及びワンオンワンミーティングの取り止めが増えた』、『競争上の観点を理由に従前提供されてきた情報が提供されなくなった』、『従前より開示範囲を狭めたり、または、定量情報をよりアバウトに変更した』など、情報開示後退を懸念する声が相応にあった。

(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]という積極的意義

- 回答者全体では64%が【環境の整備に役立つ】または【ある程度役立つ】と回答し、【あまり環境の整備に役立たない】または【役立たない】の36%を上回った。 **別紙1 図3**
- セルサイドの64%、バイサイドの67%が【環境の整備に役立つ】または【ある程度役立つ】と回答し、双方とも同様な評価となった。

- 『取材の機動力ではなく、企業の本源的価値を見出す重要性が増し、企業との対話を通じて合理的な業績予想や企業価値分析を行う環境が整う』と評価する一方で、『情報開示後退により分析の正確性が低下したり、情報受領者間で情報範囲に関する解釈の違いで情報の非対称性が生ずる影響』などを懸念する声もあった。

(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改革を促す]という積極的意義

- 回答者全体では60%が【意識改革を促す】または【ある程度促す】と回答し、【あまり意識改革に役立たない】または【役立たない】の40%を上回った。 別紙1 図4
- セルサイドの58%、バイサイドの63%が【意識改革を促す】または【ある程度促す】と回答した。
- 『早耳情報による株価変動がなくなるため、中長期的視点での投資にならざる得ず意識改革に資する』と評価する一方で、『短期情報で鞘取りを図ろうとする投資家（例えば、ヘッジファンド）が多数存在する以上、当該投資家の志向そのものを変えることはできない』、『投資家の志向を決める要因に対してFDルールは影響を与えるものではない』など意識改革には繋がらないとの声もあった。

3. FDルールの「重要な情報」の範囲から除外すべきと考える情報

- TF報告書によれば、発行者と投資家との対話の中で何が重要な情報であるかについてプラクティスを積み上げることができるようにするのが望ましいとされており、そうしたことを踏まえ回答者は、以下の情報は業務に支障があり、『モザイク情報』として「重要な情報」の範囲から除外すべきとの回答があった。

(1)将来情報 →回答者は、93名の内、いずれの情報とも70名強

- ①業績予想変動をもたらす機会とリスク
- ②業績予想の前提及び中期経営計画の詳細情報
- ③業績予想の前提の変化に対する感応度分析
- ④業績予想の前提と異なる仮定に基づく考え方の議論
- ⑤財務戦略、事業戦略

(2)過去情報 →回答者は、93名の内、①は80名強、②~④は70名強、⑤~⑥は70名弱

- ①セグメント別、部門別受注・売上の詳細、販売数量、価格、市場シェアと、その変動要因
- ②業績予想修正の要因、決算変動要因、月次売上情報
- ③各業界特有のオペレーティング測定基準と、その変動要因
- ④決算の資産・負債科目の詳細内訳と、その変動要因
- ⑤経営陣の事業環境に対する認識（市場規模、競争状況、技術動向、海外企業動向など）
- ⑥財務戦略、事業戦略

4. 情報の公表方法として発行者のホームページへの掲載が認められた点についての評価

- 回答者全体では95%が【高く評価する】または【ある程度評価する】と回答し、【あまり評価できない】または【評価できない】の5%を大きく上回った。 別紙1 図5
- セルサイドの95%、バイサイドの93%が【高く評価する】または【ある程度評価する】と回答し、双方とも同様な評価であった。
- 『開示のハードルが下がり、適時性及び弾力性が向上する』と大半の回答者が評価する一方で、『EDINET及びTDnetの利便性の向上が本筋である』、『ホームページでは遡及的修正や抹消が可能となる』、『競合企業への情報漏洩を恐れるため、ホームページでの公表開示が進まない』、『メールによるホームページへの案内が別途必要』など懸念の声もあった。

5. 建設的な対話を促進するための環境整備

発行者と投資家との建設的な対話を促進するための環境整備として、関係者に対し、次のコメントがあった。

(1)企業

- 情報開示ルール「ディスクロージャーポリシー」の制定と公表
- ディファレンシャルディスクロージャー（相手レベルに応じた開示）の運用
- 統合報告書など含む積極的な情報開示への体制整備
- メディアに対する規律ある情報開示の体制整備

(2)金融庁

- 周知徹底を目的とした説明会の開催
- 「法人関係情報」との関係を含む実務対応を踏まえた極力明確なガイドラインの策定
- 運用実情を踏まえたタイムリーな制度の改善と見直し

(3)メディア

- 既にFDルールが実施されている諸外国の報道の事例などを踏まえ、資本市場の健全な発展に資する報道

6. FDルール導入を踏まえたアナリストの業務における変化とそれを受けたあるべき姿

FDルールがもたらす業務の変化や、それを受けたアナリストのあるべき姿は、当協会の会員であるアナリスト、協会そのものの在り方を問う非常に重要かつ議論を呼び得るテーマである。

従って、当研究会のみならず当協会全体、あるいはアナリスト情報の利用者、事業会社、学識経験者など外部有識者の意見も取り入れつつ、慎重に検討、議論すべきであるとする。

他方、今回の当研究会アンケートでは、こうしたテーマについても見解を問うているので、そうした意見の主だったものを紹介しておく。

ただし、以下に記載した内容は現時点での、アンケート回答者の個人的見解をまとめたものであり、当研究会の総意として発信するものではないことを留意されたい。

(1)業務における変化

前向きな変化を想定する意見

- より高い分析や経営陣との建設的な対話ができるよう技術の向上や必要知識の習得、維持が求められる。
- 「早耳情報」がなくなることから投機から投資への回帰など前向きな変化がある。

否定的な影響を懸念する意見

- 発行者の消極的な情報開示姿勢により、分析力や判断力が表面的なものに終始することで、資本市場を混乱させる。
- 短期志向の投資家ニーズも強いことから、短期の業績予想の有用性は逆に高まる。
- 短期志向・長期志向の様々な市場参加者が存在することで資本市場は健全に機能するため、過度に短期志向の投資家を排除する方向は市場の多様性の阻害要因となる。

(2)あるべき姿

あるべき姿については、より中長期的視点が重要とのコメントが多かったが、他方、投資家ニーズに即して短期・中長期とも重要とのコメントも相当程度あった。

- 企業の本源的価値の評価と市場における評価との差額を分析し提示することを通じて、株式市場の効率性及び透明性を向上させること。
- インベストメントチェーンの中での企業の成長とステークホルダーの利益拡大という命題に対して、客観的且つ独立した分析や意見の必要性が求められること。
- 公開情報を徹底的に分析、仮説を立て企業側と対話を通じて企業の生み出すキャッシュフローに基づいた企業価値を推定すること、こうした作業を通じて成長性のある企業や市場が不当に低い評価を与えている企業の妥当株価を発見することに貢献すること。
- 個人投資家及び機関投資家に対して適切な収益機会を提供すること。
- 短期・中長期ともバランスを保持したリサーチ活動の心がけが求められること。
- 投資家ニーズがある以上、短期的な決算の着地などの情報発信も必要なこと。

以上

図1：全般的評価

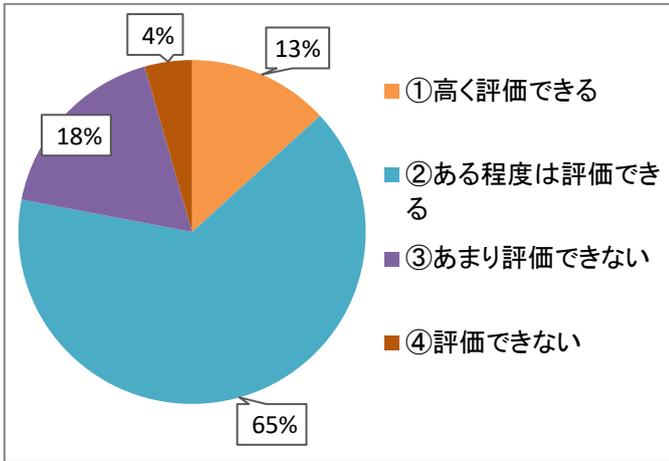


図2：早期の情報開示と投資家との対話促進の意義

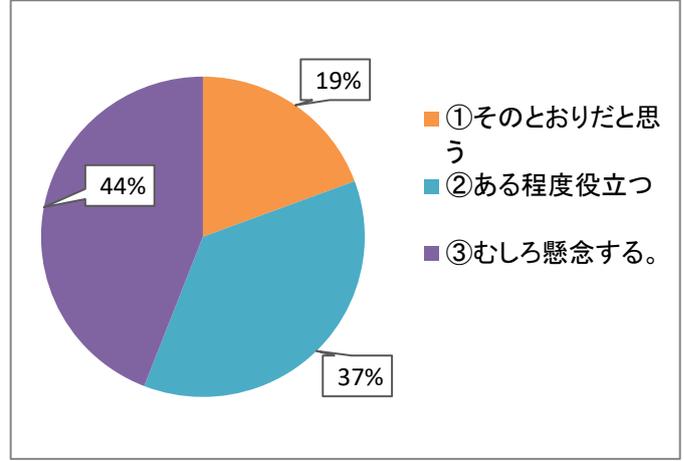


図3：客観的で正確な分析等が行われるための環境整備

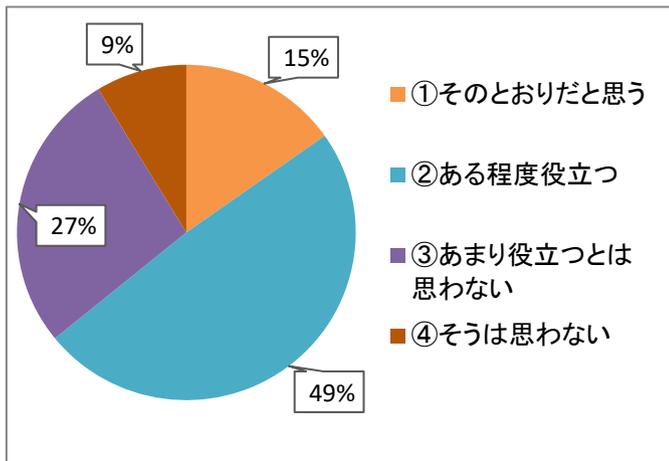


図4：中長期的視点に立つという投資家の意識改革

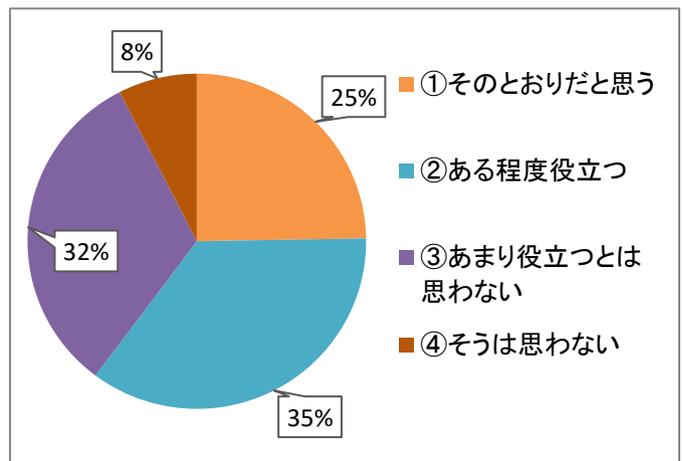
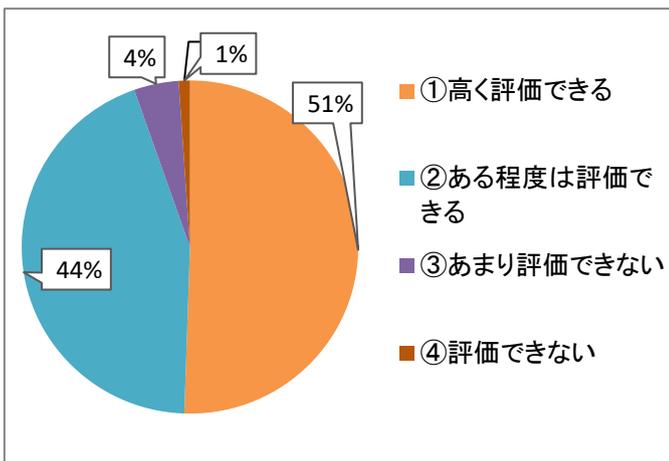


図5：情報の公表方法としてホームページへの掲載



(全体の評価)

●TF報告書に盛り込まれたFDルール案について、どう思いますか。

①高く評価できる、②ある程度は評価できる、③あまり評価できない、④評価できない

[そのような評価する具体的な理由があれば、フリーコメントしてください。]

(3つの積極的意義の評価)

●TF報告書によれば、FDルールの導入には「発行者側の情報開示ルールを整備・明確化することで、ひいては発行者による早期の情報開示を促進し、投資家との対話を促進する」という積極的意義があるとされていますが、どう思いますか。

①そのとおりだと思う、②ある程度対話の促進に役立つと思う、③むしろ、発行体による情報開示がこれまでより後退し、対話がしくくなることを懸念する

[情報開示が促進又は後退した事例や事情があれば、フリーコメントしてください。]

●TF報告書によれば、FDルールの導入には「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」という積極的意義があるとされていますが、どう思いますか。

①そのとおりだと思う、②ある程度は環境の整備に役立つと思う、③あまり環境の整備に役立つとは思わない、④そうは思わない

[そのような評価する具体的な理由があれば、フリーコメントしてください。]

●TF報告書によれば、FDルールの導入には「発行体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改革を促す」という積極的意義があるとされていますが、どう思いますか。

①そのとおりだと思う、②ある程度は意識改革を促すと思う、③あまり意識改革を促すとは思わない、④そうは思わない

[そのような評価する具体的な理由があれば、フリーコメントしてください。]

(重要な情報の範囲)

●TF報告書によれば、対象となる情報の範囲については、「投資判断に影響を及ぼす未公表の重要な情報」とした上で、具体的な範囲としては、「インサイダー取引規制の対象となる情報(いわゆる「重要事実」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のあるものを含める」ことが考えられるとされています。なお、いわゆる「モザイク情報」は対象外とすることが適当とされています。

この基本的考え方に従って、具体的な「重要な情報」の範囲が、今後、金融庁が作成する予定の「ガイドライン」やプラクティスの積み上げにより決まっていくことになりそうですが、(アナリスト業務に支障があるので)除外すべきと考える情報を次の①から⑩の選択肢から選んでください。(複数選択可)

- ①過去情報として直近公表の業績予想修正の要因、決算変動要因、月次売上情報など
 - ②公表済み決算のセグメント、部門別受注・売上の詳細内訳。販売数量、価格、市場シェアなどの情報と、その変動要因
 - ③公表済み決算のユニークユーザー数、解約率、客数、客単価、購買点数など各業界特有のオペレーティング・メトリクスと、その変動要因
 - ④公表済み決算の資産・負債科目の詳細情報と、その変動要因
 - ⑤将来情報として業績予想変動をもたらす機会とリスク、業績予想の前提、中期経営計画の詳細情報など
 - ⑥経営陣の事業環境に対する認識（市場規模、競争状況、技術動向、海外企業の動向など）
 - ⑦未公表の決算に係る、（日証協ガイドラインでいう）公開・公知された月次売上などの内訳と、その変動要因
 - ⑧将来情報として、業績予想の前提の変化に対する感応度分析。また、会社の正式な前提と異なる仮定に基づく考え方の議論
 - ⑨過去・将来情報として財務戦略、事業戦略、セグメント別情報（事業・製品別、地域別）など
 - ⑩その他
- [⑩を選択した方は、具体的にフリーコメントしてください。]

（情報の公表方法）

●TF報告書によれば、情報の公表方法として、法定開示(EDINET)及び金融商品取引所の規則に基づく適時開示(TDnet)に加えて、発行体のホームページへの掲載も認められました。この点についてどう思いますか。

- ①高く評価できる、②ある程度は評価できる、③あまり評価できない、④評価できない
- [そのような評価する具体的な理由があれば、フリーコメントしてください。]

（建設的な対話を促進するための環境整備）

●TF報告書によれば、今後「ルールの趣旨についての関係者への啓発活動を行うなど、発行体による早期の情報開示を促進し、ひいては発行体と投資家との建設的な対話を促進するとの意義が果たされるような環境整備を行っていくことが重要」とされていますが、具体的に、金融庁等規制当局、発行体、メディア等その他関係者に対して、どのような「環境整備」を行ってほしいですか。

[それぞれの関係者に対する要望があれば、フリーコメントしてください。]

（業務における変化）

●今般のFDルールの導入（予定）を踏まえ、発行体への向き合い方や短期志向・長期志向のバランスなど、ご自分の業務における心構えや行動に何か変化が生ずると思いますか。変化が生じるとすれば、それはどのようなものになると思いますか。

[フリーコメントしてください。]

（アナリストのあるべき姿）

●上記質問に関連して、アナリストのあるべき姿について、思うところはありますか。

[フリーコメントしてください。]

金融審議会 市場ワーキング・グループ
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～

平成28年12月7日

「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」メンバー名簿

平成28年12月7日現在

座長	黒沼 悦郎	早稲田大学法学学術院教授
メンバー	青 克美	(株) 東京証券取引所執行役員兼上場部長
	上柳 敏郎	弁護士 (東京駿河台法律事務所)
	大崎 貞和	(株) 野村総合研究所主席研究員
	奥野 一成	農林中金バリューインベストメンツ (株) 常務取締役 (CIO)
	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
	神山 健次郎	東レ (株) IR室・広報室・宣伝室担当兼IR室長
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	康 祥修	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント (株) 取締役会長
	三瓶 裕喜	フィデリティ投信 (株) ディレクター・オブ・リサーチ
	寺口 智之	日本証券業協会 自主規制会議 会員委員 (野村證券 (株) 代表執行役)
	永沢 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会事務局長
	真野 雄司	三井物産 (株) IR部長
	柳澤 祐介	東京海上アセットマネジメント (株) 株式運用部長兼投資 調査グループリーダー
オブザーバー	日本証券業協会	

(敬称略・五十音順)

金融審議会 市場ワーキング・グループ

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～

1. 発行者による公平な情報開示を巡る状況

我が国では、発行者による適時の情報開示を求めるルールとして、金融商品取引法による臨時報告書制度及び証券取引所規則による適時開示制度が整備されている。一方で、公表前の内部情報を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、以下「本ルール」という。）は置かれていない。

こうした中、近年、発行者の内部情報を顧客に提供して勧誘を行った証券会社に対する行政処分の事案において、発行者が当該証券会社のアナリストのみに未公表の業績に関する情報を提供していたなどの問題が発生している。

欧米やアジアの主要国では、本ルールが整備されており、例えば、米国においては、「有価証券の発行者が、当該発行者又は当該有価証券に関する重要かつ未公表の情報を特定の情報受領者に対して伝達する場合、意図的な伝達の場合は同時に、意図的でない伝達の場合は速やかに、当該情報を公表しなければならない」というルールが置かれている。

また、欧州（EU）においては、「発行者は、発行者に直接関係する内部情報をできる限り速やかに公衆に開示しなければならない」という原則規定を置くとともに、有価証券の発行者が、内部情報を第三者に開示する場合について、米国と同様のルールが置かれている。

（注）「重要な情報」及び「発行者に直接関係する内部情報」

- ・ 米国証券取引委員会（SEC）のガイダンスによれば、「重要」とは、「合理的な株主が投資判断に際して重要と考える相当の蓋然性があること」とされている。
- ・ EU の市場阻害行為規則によれば、「発行者に直接関係する内部情報」とは、「発行者又は金融商品に直接又は間接に関係する未公表の確定的（precise nature）な情報であって、公表されれば金融商品の価額に重要（significant）な影響を及ぼす蓋然性があるもの」とされている。

2. 本ルール導入の意義

このような状況を踏まえれば、我が国市場において、個人投資家や海外投資家を含めた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ため、本ルールを導入すべきである。

また、同時に、本ルールの導入には、以下のような積極的意義があると考えられる。

- 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
- 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
- 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

本ルールの整備・運用にあたっては、これらの意義が活かされるよう、留意していく必要がある。

3. 本ルールの具体的内容

(1) 本ルールの対象となる情報の範囲と運用・エンフォースメント

① 本ルールの対象となる情報の範囲

本ルールは、公平かつ適時な情報開示に対する市場の信頼を確保するためのものであることから、欧米の制度と同様に、投資判断に影響を及ぼす重要な情報を対象とすることが適当である。

対象となる重要な情報の範囲を検討するに当たっては、本ルールの適用に際して、

- 発行者が、本ルールを踏まえて適切に情報管理することが可能となるようにするとともに、
- 情報の受領者である投資家においても、発行者から提供される情報が本ルールの対象となるかどうかの判断が可能となるようにし、本ルールの対象となると思料する場合には発行者に対して注意喚起できるようにする

ことで、発行者と投資家の対話の中で何が重要な情報であるかについて、プラクティスを積み上げることができるようにすることが望ましい。

このため、具体的な情報の範囲としては、インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲をベースとすることが考えられる。その際、近年の証券会社への行政処分の原因となった事例を踏まえると、例えば、公表直前の決算情報であれば、機関決定に至っていない情報や軽微基準の範囲を超えない情報であっても、投資者の投資判断に影響を及ぼす重要な情報となる場合があり得ると考えられるため、こうした情報を全て対象から外してよいかという問題がある。

したがって、本ルールの対象となる情報の範囲については、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を含めることが考えられる。

なお、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）は、本ルールの対象外とすることが適当である。

② 本ルールの運用・エンフォースメント

発行者と投資家との対話を促進するためには、発行者による積極的な情報提供が行われることが重要であり、そのための環境整備を行っていくことが重要な課題となっている。

本ルールに抵触した場合の対応についても、発行者に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、本ルールの実効性を確保することが適当である。

(2) 本ルールの対象となる情報提供者の範囲

本ルールは、発行者に対して、公平かつ適時な情報開示を求めるものであることから、本ルールの対象となる情報提供者の範囲については、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。

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、後述の情報受領者へ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適当である。

(3) 本ルールの対象となる情報受領者の範囲

本ルールは、発行者による公平かつ適時な情報開示に対する市場の信頼を確保するためのルールであり、また、金融商品取引法が資本市場に関わる者を律する法律であることも踏まえると、本ルールの対象となる情報受領者の範囲は、有価証券の売買に関与する蓋然性が高いと想定される以下の者とするのが適切である。

- 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
- 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

(4) 公表を必要としない情報提供

発行者が行う様々な事業活動の中においては、例えば、証券会社に資金調達の相談をする場合など、本ルールの対象となるような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。この際には、当該情報受領者が発行者に対して、当該情報につき、

- 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

を負っていれば¹、市場の信頼が害されるおそれは少ないと考えられる。そこで、本ルールの対象となる上記（3）に掲げる者への情報提供であっても、当該情報受領者が発行者に対して上記の義務を負っている場合には、公表を必要としないこととすることが適当である。

上記の情報受領者が、守秘義務に違反して当該情報を他者に伝え、その伝達的事实を発行者が把握した場合、EUでは、情報の秘密性が保たれていないことを理由として、発行者に情報の公表義務が課されている。一方、米国では、そのような場合に、発行者には情報の公表義務は課されていない。

本ルールが公平かつ適時な情報開示に対する市場の信頼を確保するためのものであることを踏まえれば、上記（3）に掲げる者への情報提供を行った際にはこの情報受領者が守秘義務を負うことから公表を行わなかったが、その後、この情報受領者が守秘義務に違反して、上記（3）に掲げる者に該当する守秘義務等を負わない他者に情報を伝達したことを発行者が把握した場合には、本ルールに基づき発行者に情報の公表を求めることが考えられる。

(5) 情報の公表方法

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抑え、法定開示（EDINET）及び金融商品取引所の規則に基づく適時開示（TDnet）のほか、当該発行者のホームページによる公表を認めることが適当である。

(6) その他

本ルールの導入に当たっては、ルールの趣旨についての関係者への啓発活動を行うなど、発行者による早期の情報開示を促進し、ひいては発行者と投資家との建設的な対話を促進するとの意義が果たされるような環境整備を行っていくことが重要である。

以上

¹ 例えば、銀行や投資銀行業務を行う証券会社など、法令や別途の契約などにより発行者に対して守秘義務等を負う場合については、改めて守秘義務契約を書面で締結する必要はないものと考えられる。

ディスクロージャー研究会委員

座長	許斐 潤	野村證券
座長代理	伊藤 敏憲	伊藤リサーチ・アンド・アドバイザー
	河村 哲孝	明治安田生命保険
	北山 信次	明治安田アセットマネジメント
	津田 和徳	大和証券
	中熊 靖和	野村アセットマネジメント
	森田 正司	岡三証券
	横沢 泰志	みずほ銀行

(五十音順)