

事務局説明資料
平成28年10月21日(金)

金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ

麻生金融担当大臣による諮問（平成27年10月23日 金融審議会総会）

金融庁設置法第7条第1項第1号により下記のとおり諮問する。

○ 企業の情報開示のあり方等に関する検討

企業と投資家の建設的な対話を促進する観点も踏まえつつ、投資家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いて幅広く検討を行うこと。

開催実績

- 第1回：平成27年11月10日
 - 第2回：平成27年12月24日
 - 第3回：平成28年2月19日
 - 第4回：平成28年3月14日
 - 第5回：平成28年4月13日
- ⇒ 4月18日 報告書公表

会議メンバー

平成28年4月18日現在

座長

神田 秀樹 学習院大学大学院法務研究科教授

メンバー

石田 英和 前大阪ガス(株)財務部 担当部長

石原 秀威 新日鐵住金(株)執行役員財務部長

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

太田 洋 弁護士(西村あさひ法律事務所)

大場 昭義 東京海上アセットマネジメント(株)

代表取締役社長

小畑 良晴 一般社団法人日本経済団体連合会

経済基盤本部長

川島 千裕 日本労働組合総連合会総合政策局長

神作 裕之 東京大学大学院

法学政治学研究科教授

熊谷 五郎 みずほ証券(株)

市場情報戦略部上級研究員

黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

小足 一寿 三井住友信託銀行(株)執行役員業務部長

逆瀬 重郎 前(株)日立製作所財務統括本部顧問

静 正樹 (株)東京証券取引所取締役 専務執行役員

関根 愛子 日本公認会計士協会副会長

永沢 裕美子 Foster Forum 良質な金融商品を育てる会

事務局長

橋本 尚 青山学院大学大学院

会計プロフェッション研究科教授

原田 喜美枝 中央大学商学部教授

山内 公明 日本証券業協会執行役 自主規制本部長

オブザーバー

竹林 俊憲 法務省民事局参事官

高野 寿也 財務省大臣官房信用機構課長

日置 純子 経済産業省経済産業政策局企業会計室長

2. 情報の公平・公正な開示についてのルール

持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた、株主・投資者との建設的な対話を充実させるため、企業が株主・投資者に対し情報を積極的に提供することは重要である。他方で、公平・公正な情報開示は証券市場の健全な発展に必要な不可欠な要素であることから、企業が重要な情報を正当な理由なく特定の者にのみ提供することがあれば、市場参加者の信頼を損ね、ひいては証券市場の健全な発展を阻害することになりかねない。

公平・公正な情報開示に対する市場の信頼を確保するため、諸外国においては、企業が情報をタイムリーに公表するためのルールとともに、公表前の内部情報を特定の第三者に提供する場合に当該情報が他の投資者にも同時に提供されることを確保するためのルール(フェア・ディスクロージャー・ルール)が置かれている。例えば、米国においては、「証券の発行企業等が、その発行企業又は発行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開示する場合、意図的な開示の場合は同時に、意図的でない開示の場合は速やかに、当該情報を公表しなければならない」とするルール(Regulation FD)が導入されており、EUの市場阻害行為指令(Market Abuse Directive)にも類似の規定が置かれている。

他方、我が国においては、証券取引所による適時開示制度は整備されているものの、適時開示前の内部情報を企業が第三者に提供する場合に当該情報が他の投資者にも同時に提供されることを確保するルールは置かれていない。

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(平成28年4月18日公表)抜粋②

従来、フェア・ディスクロージャー・ルールを導入すべきとの意見に対しては、我が国においてその導入を必要とするような問題が顕著な形では発生していないとの意見もあった。一方で、近年、企業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、上場会社が当該証券会社のアナリスト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。また、外国投資家などからは、主要国の多くが情報開示の公正性・透明性の観点からフェア・ディスクロージャー・ルールを導入しており、市場の信頼を確保するためにも同様のルールを我が国においても導入する必要があるのではないかとの指摘もある。

こうした状況を踏まえれば、企業による公平・公正な情報開示により、株主・投資者との建設的な対話を促進するとともに、市場参加者の信頼を確保するため、我が国においても、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入について、具体的に検討する必要があるものと考えられる。

他方、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入については、企業が情報を提供することに消極的になるのではないかとの指摘や、報道機関やアナリストによる正当な取材活動等が困難になるのではないかとの指摘があった。

我が国でフェア・ディスクロージャー・ルールの導入を検討するに当たっては、こうした指摘についても十分に考慮した上で、内部情報の公平・公正な開示を確保するため、ルールが適用される情報の範囲、例外として特定の第三者への情報開示が許容される場面、違反に対するエンフォースメントの内容等の制度設計のあり方につき、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。

未公表の企業情報の伝達が問題となった近年の事例

- 2015年12月に行政処分を受けた例（B証券会社）
 - 東証1部上場会社A社は、2014年12月頃、公表前の四半期の業績に関する情報を、公表前にB証券会社のアナリストに伝達。当該アナリストがB証券会社の営業員に上記情報を伝えたことにより、B証券会社は公表前の上記情報を顧客に伝えてA社株式の売買を勧誘。
- 2016年4月に行政処分を受けた例（D証券会社）
 - 東証1部上場会社C社は、2015年9月、公表前の半期の連結業績予想（営業利益）に関する情報を、公表前にD証券会社のアナリストに伝達。当該アナリストが上記情報をD証券会社の営業員に伝えたことにより、D証券会社は公表前の上記情報を顧客に伝えてC社の株式の買付けを勧誘。
 - 東証1部上場会社であるE社ほか少なくとも3社において、2015年9月～10月、公表前の業績に関する情報をD証券会社のアナリストに伝達。当該アナリストは、上記情報をアナリストレポートに記載するなどにより、複数の顧客に当該情報を提供。

米国におけるフェア・ディスクロージャー・ルールの導入経緯

- ルール導入前の状況

- 多くの会社が、特定のアナリストや機関投資家に対する選択的開示を行っていたと指摘されている。

- フェア・ディスクロージャー・ルールの導入

- SECは、選択的開示が市場のインテグリティに対する投資者の信頼を損なうとして、これを問題視し、以下のような目的のもと、2000年8月にフェア・ディスクロージャー・ルールを導入（2000年10月施行）。
 - 情報伝達を受けた特定のアナリストや投資家のみが利益を得ることにより、市場の公正に対する信頼が失われることを防ぐ。
 - 経営陣が、特定のアナリストや投資家にのみ恩恵を与えることにより、市場の健全性及びインテグリティが害されることを防ぐ。
 - 企業からの情報獲得手段維持のため、当該企業に好意的なレポートを書かねばならないという、アナリストのプレッシャーを軽減する。

- フェア・ディスクロージャー・ルール導入後の状況

- ルール導入当初は、企業の情報開示の萎縮が多少認められたが、SECがエンフォースメントについて謙抑的な姿勢を示したことで、企業が落ち着きを取り戻し、情報開示の姿勢が元に戻ったとの指摘がある。

米国におけるフェア・ディスクロージャー・ルール(Regulation FD)の概要①

- 米国におけるフェア・ディスクロージャー・ルールは、SECの定める規則であるRegulation FDにおいて定められている(1934年取引所法に基づくSEC規則)。
- なお、適時開示に関しては、取引所規則等によって規律されている。

(注1) NYSE、NASDAQ等ではそれぞれ、発行者の証券の価格に重要な影響を及ぼしうる情報についての適時開示を求めている。なお、機密性を保持することができ、かつ適時開示が会社の目的を阻害する場合においては、開示を遅らせることができるとされている。

(注2) 1934年証券取引所法及びSEC規則により、発行者は財務状況又は経営状況の変更に関する追加的情報について、Form 8-Kによる臨時報告書(current report)を当該情報の発生から4営業日以内に提出しなければならない。提出事由は、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入後である2002年に拡充され、現在では事業及び運営や財務情報、証券及び証券市場に関する情報など、適時開示の事由の大部分を含むものとなっている。

フェア・ディスクロージャー・ルール

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な未公表の情報を
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。

米国におけるフェア・ディスクロージャー・ルール(Regulation FD)の概要②

主な項目	内容
ルールの対象となる情報の範囲	重要な未公表の情報 (※)SECのガイダンスによれば、「重要な」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。
ルールの対象となる情報伝達の主体	<ul style="list-style-type: none"> • 発行者 • 発行者のために行動する者 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 発行者の上級幹部役員(取締役、経営者、IR担当役員、その他同等の地位にある者) ➢ 規制対象とされる情報受領者と日常的に接触する役員、従業員又は代理人
ルールの対象となる情報受領者の範囲	<ul style="list-style-type: none"> • ブローカー・ディーラー及びそれらの関係者 • 投資顧問業者、機関投資家の投資マネージャー及びそれらの関係者 • 投資会社及びその系列にある者 • 発行者の発行した有価証券を保有する者で、その情報に基づき当該有価証券を購入又は売却することが合理的に予想される者
公表が不要な情報提供	<ul style="list-style-type: none"> • 弁護士、投資銀行社員、会計士等発行者に信認義務を負う者に対する情報提供 • 開示された情報を内密にすることに明示的に合意した者に対する情報提供 • 有価証券の公募に関連して行われる情報提供
公表方法	<ul style="list-style-type: none"> • 臨時報告書(Form 8-K) • 広範かつ非限定的に情報を公開できる方法 (※)SECのガイダンスによれば、企業のウェブサイトやSNSも、確立した情報伝達チャネルとなっている場合には、「広範かつ非限定的に情報を公開できる方法」に含まれる。

米国におけるフェア・ディスクロージャー・ルール(Regulation FD)の概要③

- フェア・ディスクロージャー・ルール(Regulation FD)における、「重要な」情報の具体例は以下のとおりとされている(ただし、「重要な」情報はこれらに限られるものではなく、また、これらの事由に該当するからといって全てが「重要な」情報となるわけではないとされている)。
- 財務情報
 - 合併、買収、公開買付け、合併会社その他資産に関する変化
 - 新製品、新発見又は顧客若しくは供給者に関する変化(例:契約の締結又は喪失)
 - 支配又は経営に関する変化
 - 会計士に関する変化又は発行会社が監査人の監査報告に依拠できないとする会計士の通知
 - 発行会社の証券に関する事象(例:シニア債等のデフォルト、証券の償還請求、買戻し、株式分割又は配当額の変更、証券保有者の権利に関する変更、証券の市場取引又は相対取引)
 - 破産又は財産管理

EUにおけるフェア・ディスクロージャー・ルールの導入経緯

• ルール導入前の状況

- EUでは、欧州委員会が1999年に金融サービスアクションプラン(FSAP)を示して以降、金融サービスの単一市場の完成に向けて、証券規制の見直し、統一化が行われるようになった。その一環として、金融市場のインテグリティを高めるため、インサイダー取引や相場操縦といった市場阻害行為とともに、内部情報に基づく行動可能性を減少させるという観点から、開示についても規制の見直しが検討された。

(注) 英国においては、企業内部者が企業との関係で利益相反的な地位に立つことを防止するという観点から、他のEU諸国に先駆けてインサイダー取引規制を導入しており、1980年代には取引所規則において情報を公平に開示するための規則が導入されていた。1990年代以降、情報の不平等を利用した行為を防止するための規制は、金融市場のインテグリティを高めるための規制として捉えられるようになった。

• フェア・ディスクロージャー・ルールの導入

- EUにおけるフェア・ディスクロージャー・ルールは、選択的開示が金融市場のインテグリティに対する投資者の信頼の喪失につながりうるという認識の下、2003年1月、「市場阻害行為指令」において規定された(2004年10月施行)。

※「指令」は、結果実現の方法・手段については構成国にゆだねられる。

- その後、金融危機や多様な金融商品の登場を受けて、EUにおけるより統一的な市場規制の導入が検討され、2014年4月、「市場阻害行為規則」が制定された(2016年7月施行)。その際、市場阻害行為指令におけるフェア・ディスクロージャー・ルールの内容は、ほぼそのまま市場阻害行為規則に引き継がれた。

※「規則」は、構成国に直接適用される。

• フェア・ディスクロージャー・ルール導入後の状況

- EUにおいては、フェア・ディスクロージャー・ルール導入により企業の情報開示が萎縮したとの指摘はみられない。

- (出典) • COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, "Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on insider dealing and market manipulation (market abuse)"(30.5.2001)
- EUROPEAN COMMISSION, "Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on insider dealing and market manipulation (market abuse)"(20.10.2011) 等

EUにおけるフェア・ディスクロージャー・ルール(Market Abuse Regulation)の概要①

- 市場阻害行為規則(インサイダー取引や相場操縦を規制)においては、
 - 企業は「内部情報」(inside information)を適時開示しなければならないという原則とともに、
 - 第三者に情報を伝達する場合のフェア・ディスクロージャー・ルールが規定されている。

① 適時開示の原則

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

- ※ 発行者は、以下の要件を全て満たす場合には、自己の責任において、内部情報の公衆への開示を遅らせることができる
 - 即座に開示することが発行者の正当な利益を侵害するおそれがあること
 - 開示を遅らせることが公衆を誤導するおそれがないこと
 - 発行者において当該内部情報の秘密性を保持できること

② フェア・ディスクロージャー・ルール

有価証券の発行者、または発行者のために、もしくは発行者の計算において行動する者が、内部情報を

第三者に開示する場合(※)、

- 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、

当該内部情報を完全に、かつ効果的に公衆に開示しなければならない

- ※ フェア・ディスクロージャー・ルールは、内部情報を雇用または職務上の通常の履行の過程で伝達することを適用対象としており、それ以外の場合に伝達することは別の条文において禁止されている。

EUにおけるフェア・ディスクロージャー・ルール(Market Abuse Regulation)の概要②

主な項目	EU(レギュレーション)	英国(注1) (FCA開示透明性規則、2000年金融サービス市場法)	仏国(注2) (AMF一般規則、通貨金融法典)	独国(注2) (証券取引法及びこれに基づく規則)
ルールの対象となる情報の範囲	発行者または金融商品に直接または間接に関係する未公表の正確な情報であって、公表されれば金融商品等の価額に重大な影響を及ぼす可能性があるもの	一般に利用可能でなく、発行者または適格投資商品に直接または間接に関連する正確な情報であって、一般に利用可能であったならば、当該適格投資商品または関連投資商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性があるもの	発行者または金融商品に直接または間接に関係する未公表の正確な情報であって、公表されれば当該金融商品またはこれに関連する金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性があるもの	発行者または証券それ自体に関係する非公知の事情に関する特定の情報であって、公知になれば証券取引または証券の市場価格に重大な影響を及ぼす可能性があるもの
ルールの対象となる情報伝達の主体	発行者、または発行者のために、もしくは発行者の計算において行動する者	発行者、または発行者のために、もしくは発行者の計算において行動する者	発行者、または発行者の名において、もしくは発行者の計算において行動する者	発行者、または発行者の指図によって、もしくは発行者の計算において行動する者
ルールの対象となる情報受領者の範囲	第三者	第三者	第三者	第三者
公表が不要な情報提供	内部情報の受領者が守秘義務を負っている場合(法律、規則、定款または契約のいずれに基づくものであるかを問わない)	内部情報の受領者が守秘義務を負っている場合(法律、規則、定款または契約のいずれに基づくものであるかを問わない)	内部情報の受領者が、法令、定款、または契約に基づく守秘義務を負っている場合	内部情報の受領者が法的に守秘義務を負っている場合
公表方法	一般人が迅速にアクセスでき、完全・正確・適時に情報を評価することができる方法(たとえば以下の方法) <ul style="list-style-type: none"> 各加盟国における当局のWebサイトでの公表 EUが設けた開示システム 	FCA(金融行為規制機構)が認可した情報サービス(Regulated Information Services:RIS)による開示(RISは、取引所の情報サービス(RNS)やビジネスワイヤ社による情報配信サービスなど、6種類)	自社HPによる開示	「公表」として以下の両方の措置をとる必要がある <ul style="list-style-type: none"> 金融機関等により広く利用されている情報公表のための電子システム(ビジネスワイヤ等)による開示 自社HPへの掲載

(注1) 英国の規制のうち、EUの市場阻害行為規則(レギュレーション)と重複する部分(上記表の記載のうち、公表方法以外の部分)は、同規則の施行に伴って削除または変更され、同規則の内容がそのまま適用される旨が明確にされた。

(注2) 仏国および独国の上記の規制内容については、市場阻害行為規則施行後も同様の規制が維持されている。

EUにおけるフェア・ディスクロージャー・ルール(Market Abuse Regulation)の概要③

- 市場阻害行為指令(Market Abuse Directive)について、ルールの対象となる情報の具体例は以下のとおりとされている(ただし、ルールの対象となる情報は上記事由に限られるものではなく、また、上記事由に該当するからといって全てがルールの対象となるわけではないとされている)。

【業績に関する情報】

- 事業成績
- 収益または損失の見込みの変化

【組織体制または保有資産に関する情報】

- 合併、会社分割
- 持分その他の主要な資産等の購入または処分
- 発行者の資産および責任、財務状態または損益に影響を及ぼす再編成
- 無保険の財産の物理的損傷
- 資産価値の重要な変化
- 有形資産の価値の減少
- ポートフォリオ中の金融商品の価値の増減
- 市場の進展に関する特許または無形資産の価値の減少
- 資産について買収の対象となること
- 関連する債務者の支払不能

【事業内容に関する情報】

- 新たな許認可、特許、登録商標
- 革新的な商品または製法
- 重要な取引に係る注文もしくはそのキャンセル、またはその大きな変更
- 新事業からの撤退または新事業への進出

【会社支配に関する情報】

- 支配および支配に関する合意の変更
- 経営陣及び経営委員会の異動
- 解散またはその事由の発生
- 発行者の運営方針の重要な変化

【監査役に関する情報】

- 監査役の変更その他の監査役の活動に関連する情報

【株式等に関する情報】

- 株式または社債もしくはワラントの発行
- 資本金の増減の決定
- 自己株式の取得または他の上場金融商品の取引に関する決定
- 発行者自身の上場種類株式の権利内容の変更
- 剰余金配当もしくは配当金支払の日程または配当額、配当支払いポリシーの変更

【経営危機に関する情報】

- 破産手続開始の申立てまたは破産手続命令
- 銀行からの取引拒絶

【訴訟に関する情報】

- 重要な法的紛争
- 重大な製造物責任または環境的な損害に関する訴訟

(出典) CESR, "Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market"(CESR/06-562b)

ご議論いただきたい事項①

- 「フェア・ディスクロージャー・ルール」の導入の意義についてどのように考えるか。欧米においては以下のような指摘があるが、これらについてどのように考えるか
 - 企業による(適時かつ)公正・公平な情報開示の促進
 - 一般投資家に対する情報開示の充実
 - 証券市場に対する信頼の確保
(海外の主要な証券市場では本ルールは既に導入)
 - アナリストによるより客観的で正確な分析及び推奨のための環境整備
 - その他

ご議論いただきたい事項②

● 「フェア・ディスクロージャー・ルール」の導入に当たり留意すべき事項についてどのように考えるか

項目	欧米の状況
対象となる情報の範囲	<p>[米国] 重要な未公表の情報(「重要な」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」)</p> <p>[欧州] 発行者または金融商品に直接または間接に関係する未公表の正確な情報であって、公表されれば金融商品等の価額に重大な影響を及ぼす可能性があるもの</p>
対象となる情報受領者の範囲	<p>[米国] 証券市場の問題に対応するため、以下の市場関係者に限定</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ ブローカー・ディーラー及びそれらの関係者 ・ 投資顧問業者、機関投資家の投資マネージャー及びそれらの関係者 ・ 投資会社及びその系列にある者 ・ 発行者の発行した有価証券を保有する者で、その情報に基づき当該有価証券を購入又は売却することが合理的に予想される者 <p>[欧州] 広く「第三者」としている</p>
公表が不要な情報提供の範囲	<p>[米国、欧州] 守秘義務を負う者に対して情報提供した場合は、公表は不要</p>
情報を公表する場合の方法	<p>[米国] 臨時報告書を提出するか、広範かつ非限定的な方法で公開</p> <p>※ 自社ホームページやSNSも認められる</p> <p>[欧州] 一般人が迅速にアクセスでき、完全・正確・適時に情報を評価することができる方法。各国で採用されている具体的な方法は以下のとおり</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 英: 当局公認の情報配信サービス ・ 仏: 自社ホームページ ・ 独: 情報配信サービス及び自社ホームページ