

## 【事務局説明資料】

# 「届出前勧誘」に該当しない行為の明確化

平成25年10月25日(金)

金融庁総務企画局

## 「届出前勧誘」の禁止①

---

### 【問題意識】

- 金商法では、「有価証券届出書」(「届出書」)の提出を要する「有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等(「勧誘」)」は、発行者が届出書を提出した後でなければ行うことができないこととされており、「届出書の提出」前の勧誘(「届出前勧誘」)は禁止されている。
- 一般に、「届出前勧誘」の禁止措置が講じられている趣旨は、不確実・不十分な情報に基づく投資判断を、「勧誘」による販売圧力によって投資者が強いられる事態の防止にある、とされている。
- 一方で、「勧誘」の範囲が必ずしも明確でないために、実務上、以下のような問題が生じている、との指摘がある。
  - 日本証券業協会の自主ルールにおいて、引受けを伴う国内募集についての「プレ・ヒアリング」が禁止されている
    - 募集・売出しの是非や価格の判断に支障(特にIPOやライツ・オフリング)
    - 海外投資家にプレ・ヒアリングを行い、海外市場で発行する例も
  - 発行企業による情報発信(募集・売出しと無関係のロードショーや広報活動など)、引受証券会社によるアナリストレポートの公表が萎縮している場合がある
  - 広報活動が予め決まっていることにより、募集・売出しのスケジュールが限定されてしまう場合がある など

## 「届出前勧誘」の禁止②

---

- また、今般、上場企業の資金調達を円滑化するために、仮に「届出書の提出」後の「待機期間」を撤廃する場合には、  
投資者が、「届出書の提出」前においても、「届出前勧誘」の禁止措置に抵触しない形で、増資予定企業の「企業情報」を受け取ることができる機会を拡大することが望ましいと考えられる。
  - ⇒ 以上のような点を勘案すると、禁止されている「届出前勧誘」に該当しない行為、すなわち許容される「企業情報」の発信に係る行為を明確化することが望まれるのではないか。
  - ⇒ 具体的には、いわゆるセーフ・ハーバー・ルールとして、「企業内容等開示ガイドライン」において、解釈上、「勧誘」に該当しないことが明らかであると考えられる具体的な行為を列挙することにより、どのような情報発信が「届出前勧誘」の禁止措置に抵触しないかについて、明確化することとしてはどうか。
- (注) 一般的には、「勧誘」とは、特定の有価証券についての投資者の関心を高め、その取得・買付けを促進することとなる行為をいう、とされているが、金商法及び関連する政令・府令、企業内容等開示ガイドライン等において、「勧誘」の範囲は明確にされていない。

## 「プレ・ヒアリング」について①

---

### 【現状】

○「プレ・ヒアリング」は、募集・売出しの是非や価格の決定のために有用であると考えられる。

(注) 「プレ・ヒアリング」とは、企業・引受証券会社が有価証券の募集・売出しの是非や価格を判断するために、募集・売出しに係る有価証券に対する市場における需要見込みを届出前に調査する行為(情報の発信と受信の双方を含む行為。)のこと。

○ 現行法上も、「金融商品取引業者等に関する内閣府令」は、「プレ・ヒアリング」が行われることを前提に、引受証券会社が「プレ・ヒアリング」を行う際に取りべき行為を規定しているところ。

○ 一方で、日本証券業協会の自主ルールは、以下の理由から、引受けを伴う国内募集について「プレ・ヒアリング」を行うことを禁止。

➢ 「勧誘」の範囲が必ずしも明確でないこと

➢ 「プレ・ヒアリング」がインサイダー取引を誘因する懸念があること

(注) なお、本年度の金商法改正におけるインサイダー取引に係る規制強化に加え、「プレ・ヒアリング」に際し、引受証券会社において、情報が拡散しないための体制整備を講じることとされており(5頁の参考参照)、インサイダー取引に係る懸念は低くなったと考えられる。

## 「プレ・ヒアリング」について②

---

### 【検討】

- 「届出前勧誘」の禁止措置が講じられている趣旨（不確実・不十分な情報に基づく投資判断を、「勧誘」による販売圧力によって投資者が強いられる事態の防止）からすれば、  
「発行者に対して適切な交渉力を有する投資者」に対する情報発信については、  
たとえ募集・売出しに係るものであっても、かかる投資者の属性上、販売圧力によって不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられるおそれが低いと考えられるため、  
あえてこれを「勧誘」に該当するとして禁止する必要性は乏しいと考えられるのではないか。

（注） なお、現行法制の下でも、資本提携を行う場面や親会社の子会社株式を引き受ける場面などにおいて、企業が第三者割当増資を行う場合、当該第三者割当の内容等に関する割当予定先との協議その他これに類する行為は、「勧誘」に該当しないこととされている（企業内容等開示ガイドラインB2-12）。

## 「プレ・ヒアリング」について③

⇒ 「届出前勧誘」の禁止措置が講じられている趣旨に鑑みると、例えば、企業・引受証券会社が「プレ・ヒアリング」を行う場合において、以下の要件をいずれも満たすときは、「勧誘」に該当しないと整理することができるのではないか。

### ① 適格機関投資家、特定投資家又は大株主に対して行うものであること

－ 上記の者は、発行者に対して適切な交渉力を有しており、販売圧力によって不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられるおそれは低いと考えられるのではないか。

### ② 「プレ・ヒアリング」を行う企業・引受証券会社が、「金融商品取引業者等に関する内閣府令」第117条第1項第15号に従い又は準じる形で、届出書の提出前に当該情報が対象者以外の者に伝達されないための適切な措置を講じていること

－ 仮に、「プレ・ヒアリング」の対象者を上記①の者のみに限定したとしても、当該対象者が一般の投資者に情報を伝達してしまえば、そのような情報伝達を受けた者が、

- ・ 不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられるおそれ、
- ・ 伝達された情報に基づき、インサイダー取引を行うおそれ、

があるのではないか。

(参考) 引受証券会社が「プレ・ヒアリング」を行う場合、

「金融商品取引業等に関する内閣府令」第117条第1項第15号により、

- ・ 法令遵守部門により適切性のチェックを行い、
- ・ 調査対象者に対して、インサイダー取引を行わないこと及び他に情報を提供しないことを約させ、
- ・ 調査担当者・調査対象者の名称、提供した情報の内容等を保存するために必要な措置を講じることとなる。

## その他の情報発信について①

### 1. 届出の一定期間前の情報発信

#### 【問題意識】

- 一般に、企業による情報発信は、募集・売出しに言及しないものであれば、「届出書」の提出に近接した時期になされるものでない限り、特定の有価証券について取得・買付けを促進することとなるとは想定しにくいと考えられる。
- 一方で、「勧誘」の範囲が必ずしも明確でないために、実務においては、こうした発行企業による情報発信（募集・売出しと無関係のロードショーなど）が萎縮している場合がある、との指摘がある。

#### 【検討】

- 「勧誘」とは、一般的に、「特定の有価証券に対する投資者の関心を高め、その取得・買付けを促進することとなる行為」であるとされているところ、  
「情報発信が行われてから『届出書』の提出までに一定の期間がある場合」には、当該情報発信により生じた投資者の関心は沈静化し、「勧誘」としての効果をも有していないものと考えられる。

## その他の情報発信について②

---

○ 現行法においても、一定期間以上前に行われた「勧誘」は、新たに行われる「勧誘」と一体として取り扱う必要がないと整理されているところ。

(注) 現行法上、募集・売出しの際の勧誘人数の数え方として、「取得勧誘」の場合は6ヶ月以内の勧誘人数が、「売付け勧誘等」の場合は1ヶ月以内の勧誘人数が、それぞれ通算される(令第1条の6、第1条の8の3)。

⇒ 「勧誘」が「特定の有価証券について投資者の関心を高め、その取得・買付けを促進する行為」であることを踏まえると、米国の例も参考に、

次頁の全ての要件を満たす情報発信については、基本的には、「勧誘」に該当しないものと整理することができるのではないか。

(参考) 米国においては、

- － 「登録届出書」の対象となる有価証券に言及しないコミュニケーションは、
- － 「登録届出書」提出の30日前までに行われ、
- － 提出直前の30日間におけるさらなる配布・公表がされないための合理的な手段がとられる限り、「届出前勧誘」の禁止との関係では「勧誘」に該当しないとされている。

## その他の情報発信について③

---

### ① 有価証券の募集・売出しに言及しないこと

- － いわゆるセーフハーバー・ルールとして、「勧誘」に該当しない行為を明確化する趣旨に鑑みれば、有価証券の募集・売出しに言及する場合は除外しておくことが適切ではないか。

### ② 当該情報発信が、「届出書」提出の1ヶ月以上前に行われること

- － 一定期間以上前に行われた情報発信については、仮にその時点で投資者の関心が高まったとしても、当該関心の高まりはその後、沈静化すると考えられる。

(注) 「勧誘」そのものについて見ると、(i)「取得勧誘」の場合は6ヶ月以上前、(ii)「売付け勧誘等」の場合は1ヶ月以上前、の「勧誘」行為は、新たに行われる「勧誘」と一体として取り扱う必要がないと整理されているところ。

有価証券の募集・売出しに言及しない情報発信であれば、投資家の関心が沈静化する期間としては1ヶ月で十分であると考えられないか。

### ③ 届出の直前に再度投資者の関心を高めることがないよう、当該情報が、「届出書」提出日以前1ヶ月間に再度発信されないための合理的な措置がとられること

- － 一定期間前に行われた情報発信であっても、届出の前に当該情報が再度発信された場合には、一旦沈静化した特定の有価証券に対する投資者の関心が、再び高まるおそれがあると考えられるのではないか。

## その他の情報発信について④

---

### 2. 金融商品取引法令及び金融商品取引所の規則に基づく開示

○ 「勧誘」の範囲が必ずしも明確でないために、実務においては、例えば、募集・売出しの直前には、企業が業績の上方修正等を行うことをためらう場合がある、との指摘がある。

⇒ 金融商品取引法令又は金融商品取引所の規則に基づく開示については、流通市場における投資者等への適切な情報提供のために行われるものであり、当該開示のための合理的な範囲を超えた積極的・能動的な行為を伴わない限り、基本的には、「勧誘」に該当しないものと整理できるのではないか。

## その他の情報発信について⑤

---

### 3. 発行者の広報活動

○ 「勧誘」の範囲が必ずしも明確でないために、実務においては、発行企業による広報活動が萎縮している(又は広報活動のスケジュールが予め決まっていることにより、募集・売出しのスケジュールが限定されてしまう)場合がある、との指摘がある。

⇒ 通常の業務の過程で行われる以下のような情報発信であれば、その性質上、基本的には「勧誘」に該当しないものと整理できるのではないか。

- ① 発行者が、従前からその通常の業務の過程において行っている企業情報の「定期的な発信」を通常の頻度で従前どおりに行うこと。
- ② 発行者が、「新製品・新サービスの発表」を行うこと。
- ③ 発行者が、記者、アナリスト、投資家などによる「自発的な問合せ」に対して、その事業・財務の状況や製品・サービスについて「回答」すること。

## その他の情報発信について⑥

### 4. アナリスト・レポート

- 「勧誘」の範囲が必ずしも明確ではないために、例えば、上場企業の有価証券の発行・売出しに係る引受けを予定している証券会社のアナリストが、当該上場企業についてのアナリスト・レポートを、「届出書の提出」前に公表することについて、「勧誘」の取扱いに該当するのではないかという危惧がある、との指摘がある。
- アナリストによる企業情報の分析は、一般の投資者が当該企業の株式等について日常的な売買をする際に参考となる資料であるため、特に当該上場企業の状態に変更があった場合などには、適切なレポートが随時公表されることが望ましいと考えられる。
- また、企業が有価証券を発行する前に、引受証券会社のアナリストが急にレポートの発信を行わなくなると、かえって市場において様々な思惑を招くこととなり、適切ではないと考えられる。

⇒ このため、

- ・ 引受証券会社内で適切なチャイニーズ・ウォールが設置されている場合において、
- ・ 従前から通常の業務の過程において継続的に行われている上場企業に関するアナリスト・レポートについて、通常の頻度で従前どおりに公表を行うことは、

基本的には「勧誘」の取扱いに該当しないものと整理できるのではないか。

(注) 「勧誘」には募集・売出し、私募などが含まれているが、この場合の「勧誘」の取扱いとは、「募集・売出しの取扱い」を意味する。

(参考) 米国における届出前の情報発信に係る規制

- 米国の「1933年証券法」においても、原則として「届出前勧誘」は禁止されている。
- 米国SECは、証券の売付けの「勧誘」について、
  - 例えば、予定された資金調達に先立ってなされる情報及び声明の公表並びに広報活動であって、公衆の心理を調整し、又は発行者若しくはその証券に対する公衆の関心を喚起する効果を有するものが含まれる、  
と広く解釈している。
- 他方で、発行者の区分ごとに届出前に許容される情報発信に関して複数の「セーフ・ハーバー」等が規定されている。

(※ 米国における「勧誘」に関するセーフ・ハーバー)

	有価証券を特定しない広告	事実的 事業情報の 定期公表	事業計画等 の将来指向 情報の定期 公表	届出30日 前までの 情報発信	公募 予定 の発表	引受けに係 る予備的な 交渉・合意	勧誘	ブローカー又はディーラー によるリサーチレポート	
								発行者の届出勧 誘に不参加	発行者の届出勧誘に参加
非報告発行者	可	可	×	可	可	可	可 (需要調査に 限る)	可	×
JOB法 (新興成 長企業)			可 (普通持分証券 に限る)						
参照方式を 利用できない 発行者			可 (勧誘対象と全く別種類 の証券又は業界に係る レポート)						
参照方式を 利用できる 発行者			可 (勧誘対象と全く別種類 の証券、業界又は発行者 に係るレポート)						
WKS I							可		

## (参考) EUにおける届出前の情報発信に係る規制

- EUの目論見書指令においても目論見書の公表前の証券の「公募」(オファー)は禁止すべきものとされているが、
  - 当該証券の「公募」は、「投資者が当該証券を買い付け又は引き受けることを決定することが可能となるような、当該募集の条件及び募集の対象である証券についての十分な情報を、方式及び手段を問わず、人に対して提供するコミュニケーション」とされており、日米より狭く定義されている。
- また、広告に係る規制として、以下の原則が規定されており、目論見書の公表前に投資家に対して一定の働きかけを行うことを許容している。
  - 広告は、目論見書が将来公表されることを記載し、かつ、投資者が目論見書を現在又は将来入手しうる場所を表示しなければならない。
  - 広告は、広告であると明確に認識可能なものでなければならない。広告に掲載される情報は、不正確な又は誤解を招く内容であってはならない。またこの情報は、将来目論見書が公表される場合には当該目論見書に記載すべき情報と整合していなければならない。
  - いかなる場合であれ、口頭又は書面の方式において開示された証券の公募に関わる全ての情報は、たとえ広告目的でなくとも、目論見書において記載される情報と整合していなければならない。