

フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる  
情報の範囲と運用に関する意見書

平成 28 年 11 月 21 日  
フィデリティ投信 三瓶裕喜

上場企業との『建設的な対話』を現場にて実践している見地から、現下で進展している『建設的な対話』を後退させることがないように本ルールの対象となる情報の範囲と運用について以下の通り意見を述べる。

1. 『建設的な対話』とは
  - a. 機関投資家という専門家としての見識と責任を持ち、発行会社との意見交換によって経営課題の共通理解と課題解決への取組みを互いに確認すること。
  - b. わが国での『建設的な対話』の促進において、日本版スチュワードシップ・コードの原典である英国のスチュワードシップ・コード、伊藤レポートの問題意識の原点の一つである英国の Kay Review にて前提としている Engagement をイメージしていると理解する。
  - c. 前述の理解に基づけば『建設的な対話』においては、インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲に触れずに、上述の目的を達成することが可能である。（英 The Investor Forum CIC）
  - d. なお、企業と機関投資家の『建設的な対話』において、EU の市場阻害行為規則（“MAR”）とインサイダー取引規制において対象とする情報の範囲は一致しており、情報のやりとりにおいて提供者と受領者の間でのズレはない。
  - e. 一方、米国で見られるアクティビストによる敵対的な重要提案行為においては、インサイダー取引規制の対象となる情報について、当該情報が発行会社から公表されるまでの期間は守秘義務に関する同意（※1）および当該金融商品の売買停止（※2）を条件に対応していると理解されている。（※1 は Reg FD における例外規定（selective disclosure）、※2 はインサイダー取引規制に基づく対応。ご参考：2000 年 10 月 23 日発効 SEC “Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading”）
  - f. SEC の公表文書で明らかのように、米国でも 1 対 1 の対話にて授受可能な情報の範囲または、Selective Disclosure と Insider Trading の対において提供者と受領者の間でのズレはない。
  - g. ただし、米証取法の重要提案行為と大量保有報告ルール(Exchange Act Section 13(d)、13(g))によって、米国では通常の Q&A 中心の IR ミーティングと敵対的重要提案行為の間に位置する英国型の Engagement は一般的ではないことを踏まえておくことは重要である。

## 2. 意図せざる副作用

- a. 上記の通り、EU、米国共にそれぞれ MAR、Reg FD とインサイダー取引規制で対象とする情報の範囲は一致している。
- b. わが国でも、混乱・実務の停滞を避けるため、また、国際的共通認識と齟齬なく運用するため、フェア・ディスクロージャーとインサイダー取引規制で対象とする情報の範囲は基本的に一致すべきと考える。
- c. しかし、本ルール導入の一つの切っ掛けとなった 2 件の行政処分原因の再発防止を視野に入れた場合、本邦インサイダー取引規制における「重要事実」に設けられている軽微基準（例えば、純利益の予想値に対する変動率 30%未満、又は純資産の 2.5%未満等）は緩すぎるのではないかというのは一つの重要な問題提起である。即ち、軽微基準の範囲内（例えば、前述の例で言えば、純利益の予想値に対する 20%の変動）であれば、個別に伝えても全く問題なしと解するとすれば、国際的に市場の信頼を得ることにはならないだろう。
- d. もう一方で、c の問題を解決するために管理すべき情報の範囲を広げ、その判断を発行会社に課すことで対応しようとするれば、企業情報開示（厳密には、個別面談での説明、質問への回答）の後退は必至であろう。  
昨今の統合報告書導入や CG 報告書での CG コード対応開示で企業情報開示は明らかに改善しているが、『建設的な対話』においてそうした開示資料は入り口であり、方針の背景にある経営者の考え方を聞き、理解し、対処すべき課題を共有し「稼ぐ力」に繋がるよう働きかけていく出発点でしかない。経営者の考え方を聞き、機関投資家の視点を提供し、また、それに対し意見交換することに発行会社側が躊躇する、または、考え方などについて話さないということになれば『建設的な対話』は後退し、これまで取り組んできたコーポレートガバナンス改革は水泡に帰する。このような副作用を懸念する。

### 2016 年 11 月 8 日フォローアップ会議意見書 (3) より抜粋

「このような企業経営を促していくため、コーポレートガバナンス改革に向けた取り組みを一層進めていくことが求められる。（中略）企業の実情や取り巻く環境を踏まえながら、その持続的な成長に向けて、経営戦略を含む諸課題について、深度ある『建設的な対話』を行っていくことが必要となる。」

## 3. 提案

- a. 先ず、本ルールが対象とする情報の範囲は、欧米の規律と同様、インサイダー取引規制と基本的に一致させることが望ましい。日本が本ルールにおいて欧米の規律と異なるルールを導入することは、国際的な整合性を欠くとともに、建設的な対話への悪影響も懸念される。

- b. その上で、現行の本邦インサイダー取引規制のバスケット条項（※3）を、本ルールにおいては「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正確な情報であつて、公表されれば金融商品の価額に重大な影響を及ぼす可能性があるもの」と解釈して運用することを提案する。

※3：「上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」

- c. bの文言はEUの市場阻害行為規制の文言（※4）であるが、投資者側というより発行会社側の視点で書かれており、このような解釈で運用することによって、前述の行政処分の原因になった事例の再発防止になると共に、機関投資家の間でも一切の混乱は生じないからである。国際的に機関投資家は、「公表されれば金融商品の価額に重大な影響を及ぼす可能性」を判断軸にインサイダー取引規制遵守を励行している。

※4：information that is precise, not generally available, relates directly or indirectly to one or more companies (an “issuer”) that issue qualifying investments (or one or more qualifying investments) and which, if generally available, would be likely to have a significant effect on the price of the qualifying or related investments.

- d. また、同文言は、米国の「重要な情報＝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」を包含し、且つ、より具体的で判断軸として使い易い。

#### 4. 確認

本ルール導入によって、何が変わり何が変わらないのかを明確にしておきたい。

以上