

■平成二九年改正金商法の解説(2)

# フェア・ディスクロージャー・ルール

田原泰雅 金融庁総務企画局企業開示課長

大谷 潤 金融庁総務企画局企業開示課開示企画調整官

渡部孝彦 金融庁総務企画局企業開示課課長補佐

森田理早 弁護士(前金融庁総務企画局企業開示課専門官)

岡村健史 金融庁総務企画局企業開示課係長

## 一 はじめに

本稿では、平成二九年五月二四日に公布された「金融商品取引法の一部を改正する法律」(平成二九年法律第三七号。以下「改正法」という)に盛り込まれた金融商品取引法(以下「金商法」という)の改正事項のうち、いわゆるフェア・ディスクロージャー・ルールの整備について、解説を行う。なお、本稿において意見にわたる部分は、筆者らの個人的見解であり、筆者らが現に所属し、または過去に所属した組織の見解ではないことをあらかじめ申し添えておく。

## 二 改正の経緯

### 1 現行制度の規律

わが国では、発行者による適時の情報開示を求めるルールとして、金商法による臨時報告書制度およ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が、発行者が、未公表の決算情報などの重要な情報を証券アナリストなどに提供する場合、他の投資家にも公平に情報提供することを求めるルール、いわゆるフェア・ディスクロージャー・ルール(以下「FDルール」という)は置かれていない。

一方で、欧米の主要市場においては、このようなFDルールがすでに導入されている。米国

## 目次

一	はじめに
二	改正の経緯
1	現行制度の規律
2	金融審議会での審議およびその報告の内容
三	改正法の具体的内容
1	公表義務の内容および公表義務を負う者
2	ルールの対象となる情報提供者
3	業務関連性
4	ルールの対象となる情報——重要情報
5	ルールの対象となる情報受領者
6	公表が不要となる場合
7	上場会社等が、取引関係者の守秘義務等の違反を把握した場合の公表義務
8	公表方法
9	エンフォースメント
四	おわりに

においては、企業から選択的な情報開示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って市場の公正に対する信頼が失われることを防ぐこと等を目的として、二〇〇〇年に、一九三四年取引所法に基づく米国証券取引委員会(SEC)の規則(Regulation FD)が制定され、「有価証券の発行者が、当該発行者また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

〔図表1〕 米国および欧州におけるフェア・ディスクロージャー・ルール

	米 国	E U
重要な情報の範囲	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情報	未公表の確定的な情報であって、公表されれば金融商品の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報
情報受領者の範囲	ブローカー、投資顧問業者、機関投資家、投資会社、発行者の証券の保有者等への開示	第三者 (Any third party)
選択的開示が認められる場面	・ 弁護士、会計士等の守秘義務を負う者、守秘義務契約を交わした者等への開示 ・ 有価証券の募集に伴う開示	守秘義務を負う者 (法律、規則、定款、または契約のいずれに基づく義務かを問わない) への開示
公表の方法	臨時報告書 (Form 8-K) または広範かつ非限定的に情報を公開する方法による開示	一般人が、容易にアクセスでき、完全、正確かつ適時に情報を評価することができる方法
根拠法	SEC規則 (レギュレーションFD)	EU規則 (市場阻害行為規則)

ならない」というルールが施行された(米国におけるFDルールの内容については図表1参照)。欧州(EU)においては、英国では一九八〇年代には取引所規則においてFDルールが導入さ

れており、EU全体では二〇〇四年に「市場阻害行為指令」(Market Abuse Directive)においてFDルールが施行された。同指令においては、「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ぬ」という原則規定を掲げた上で、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。なお、同指令におけるFDルールの内容は、二〇一六年から施行された「市場阻害行為規則」(Market Abuse Regulation)にほぼそのまま引き継がれている(注一)。

わが国においては、FDルール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かったことから、FDルールの導入は見送られてきた。しかしながら、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た(注二)。また、投資家等からも、わが国において諸外国と同様のFDルールの整備を求める声が出されていた。

## 2 金融審議会での審議およびその報告の内容

このような状況の下、平成二十七年一月から開催された金融審議会「ディスクロージャー

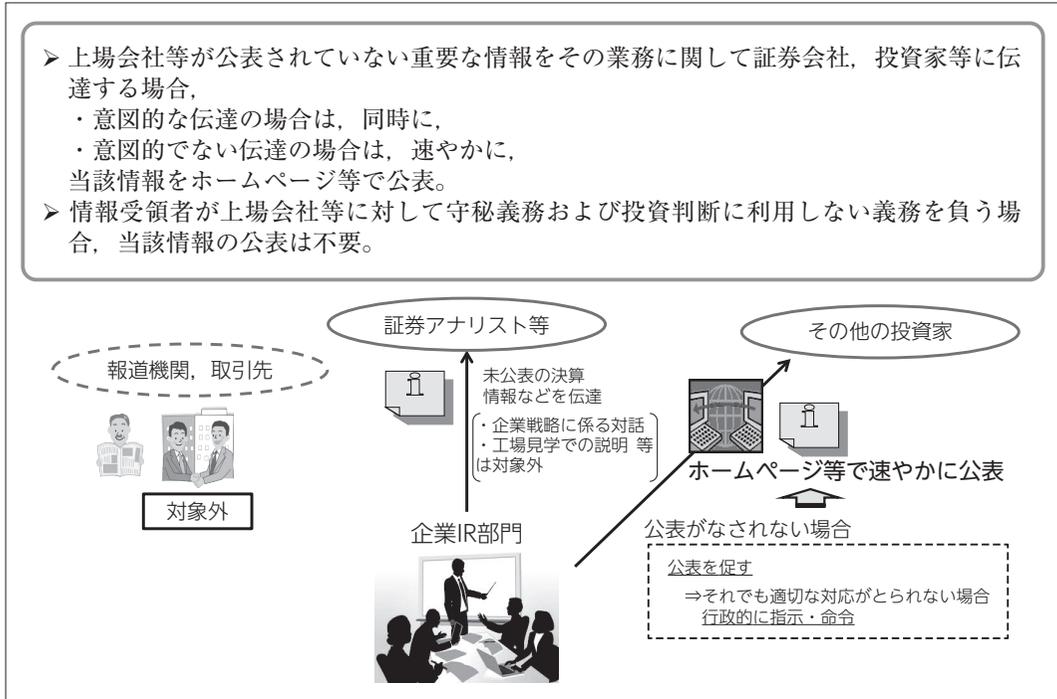
ワーキング・グループ」においては、わが国においてもFDルールの導入すべきとの意見が多く出された。これを受けて、平成二八年四月一八日に公表された同ワーキング・グループの報告(注三)においては、「公平・公正な情報開示は証券市場の健全な発展に必要不可欠な要素である」とされ、「我が国においても、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入について、具体的に検討する必要があるものと考えられる」との提言がなされた。

同提言を踏まえ、金融審議会「市場ワーキング・グループ」の下に「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」(座長・黒沼悦郎早稲田大学法学学術院教授。以下「TF」という)が設置された。TFにおいては、平成二八年一〇月から、わが国におけるFDルールの導入に向けた具体的な検討が行われ、同年一月七日に報告(以下「TF報告書」という)(注四)が取りまとめられた。

TF報告書においては、FDルールは、発行者による公平かつ適時な情報開示を確保することと、すべての投資家が安心して取引できるようにするために導入すべきものであり、その導入には、

- ① 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、

〔図表2〕 フェア・ディスクロージャー・ルールの概要



② アナリストによる、より客観的で正確な分析および推奨が行われるための環境を整備する、

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変革を促す、

という積極的意義があるとされた。そして、FDルールの整備・運用に当たっては、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として、FDルールの具体的な制度設計に関する考え方が示された。

これらを踏まえ、改正法において、金商法に第二章の六が新設された。改正法の具体的な内容については、以下に述べるとおりで

ある。

### 三 改正法の具体的内容（図表2参照）

#### 1 公表義務の内容および公表義務を負う者

今般整備されたFDルールは、発行者が未公表の決算情報などの重要な情報を証券アナリストなどに提供した場合、当該発行者に対して、意図的な伝達の場合には同時に、意図的でない伝達の場合は速やかに（注五）、当該情報を公表する義務を課すものである。

FD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、FDルールに基づき公表義務を負う発行者については、その有価証券が市場で広く取引されており、かつ、発行者自身に関する情報がその価額に影響を及ぼすものとすることが適切であると考えられる。

このため、改正法では、社債券、株券、新株予約権証券、投資証券等であつて金融商品取引所に上場されているものまたは店頭売買有価証券に該当するもの等の発行者（条文では「第二条第一項第五号、第七号、第九号若しくは第十一号に掲げる有価証券（政令で定めるものを除く。）で金融商品取引所に上場されているもの若しくは店頭売買有価証券に該当するものその他の政令で定める有価証券の発行者」（以下「上

「場会社等」という)と規定)をFDルール上の公表義務を負う者と規定している(改正法による改正後の金商法二七条の三六第一項)。

上場会社等の範囲の詳細については、今後、政令において定められる予定であるが、たとえば、前記の有価証券に加え、外国の者の発行する証券でこれらの性質を有するものなどが考えられる。

## 2 ルールの対象となる情報提供者

TF報告書においては、FDルールの対象となる情報提供者の範囲について、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とされた。具体的には、発行者の役員のほか、従業員、使用人および代理人のうち、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をルールの対象となる情報提供者とすべきであるとされた。

これを踏まえて、改正法では、FDルールの対象となる情報提供者について、上場会社等もしくは投資法人である上場会社等の資産運用会社またはその役員(注六、代理人もしくは使用人その他の従業者(以下「役員等」という)と規定し、このうち代理人、使用人その他の従業者については、当該上場会社等において取引関係者(ルールの対象となる情報受領者。後記5参照)に情報を伝達する職務を行うこととされて

いる者に限るものとしている(改正法による改正後の金商法二七条の三六第一項)。

なお、ここで、投資法人である上場会社等の資産運用会社またはその役員等を情報提供者に含めているのは、投資法人については、資産の運用に関する事実に関する情報は資産運用会社を中心取得・保有・管理されることが投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という)上想定されている(注七)ためである。

## 3 業務関連性

FDルールは、上場会社等に情報の公表義務を課すものであることから、その適用対象は、業務に関して重要情報(後記4参照)が伝達された場合に限定することが適当である。

このため、改正法では、前記2の情報提供者が、業務に関して重要情報を伝達した場合を適用対象とすることとしている(改正法による改正後の金商法二七条の三六第一項)。

## 4 ルールの対象となる情報——重要情報

TF報告書においては、FD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とされた(注八)。これを受けて、改正法では、FDルールの対象となる情報を「重要情報」と定義し、その内容

は、「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つて、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」と規定している(改正法による改正後の金商法二七条の三六第一項)。

具体的な情報の範囲について、TFにおいては、発行者が、FD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FD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すべきとされた。また、投資家においても、発行者から提供される情報がFDルールの対象となる場合、FD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とされた。

TF報告書においては、具体的な情報の範囲として、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、その際、近年の証券会社への行政処分の原因となつた事例を踏まえると、たとえば、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インサイダー取引規制の軽微基準(注九)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、こうした情報をすべ

〔図表3〕 フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報とインサイダー取引規制の対象となる情報の関係

インサイダー取引規制の対象 (法律で列挙されている重要事実)	インサイダー取引規制の対象外 (軽微基準)
株式の募集	払込金額総額が1億円未満
資本金の額の減少	—
株式交換・株式移転	子会社となる会社の総資産額が親会社となる会社の純資産額30%未満かつ売上高10%未満
合併	合併による資産増加額が純資産額30%未満かつ売上高10%未満
災害に起因する損害または業務遂行の過程で生じた損害	損害額が純資産額の3%未満
上場廃止申請	—
財務情報	公表済の数値からの売上高10%未満かつ経常利益・純利益30%未満の変動
新製品・新技術の企業化	今後3年間の年度ごとの売上増加額が売上高の10%未満かつ支出額が固定資産の10%未満
バスケット条項 「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」 ・判例等 ▶ 多額の架空売上計上と営業資金の不足（東京地判平成4-9-25） ▶ 販売した新薬につき副作用とみられる死亡例の発生（大阪高判平成13-3-16） ▶ 監視委からの強制調査を受け、粉飾決算が明らかになりそうであるという事実（さいたま地判平成21-3-31） ▶ 過年度決算数値の過誤（平成21-11-20課徴金納付命令）	▶ 期末時点での決算の見込み等については、軽微基準に該当する情報でも株価に影響を及ぼすものがあり、こういった情報の伝達が先般の証券会社に対する行政処分の事案で問題となった。 ▶ このため、フェア・ディスクロージャー・ルールについては、こうした軽微基準に該当するものであっても、株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報については対象とする必要がある。

て対象から外してよいかという問題があるときとされた（図表3）。こうした問題を踏まえ、FD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、発行者または金融商品に係る未公表の

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とされた（注一〇）。  
 以上を踏まえれば、企業は、FDルールを踏まえた具体的な情報管理の方法として、その実

情に応じ、たとえば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る。

- ① すでに諸外国のルールも念頭に、何が株価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、その基準を用いる
  - ② 現在のインサイダー規制等に沿ってIR実務を行っている企業については、当面、インサイダー規制の対象となる情報、およびそれ以外の情報のうち決算情報（確定的な決算の数値）であって、株価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株価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、インサイダー規制の対象となる情報と、公表前の確定的な決算の数値はすべてFDルールの対象として管理する  
 また、上場会社等がその業務に関して情報を取引関係者（ルールの対象となる情報受領者。後記5参照）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して、速やかに公表する
  - ② 当該情報が重要情報に該当しないとすれば、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等（後記6参照）を負ってもらい、公表を行わないといつた対応をとることが考えられる。

**5 ルールの対象となる情報受領者**

TFにおいては、FD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り、また、金商法が資本市場にかかわる者を律する法律であることも踏まえ、FD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する蓋然性が高いと想定される者とするのが適切であるとの結論に至った。米国においても、FDルールの対象は、市場関係者への情報提供に限定されている（注一一）。

これを受けて、改正法は、FDルールの対象となる情報受領者を「取引関係者」とし、これに該当する者として以下の者を規定している。

- (1) 金融商品取引業者、登録金融機関、信用格付業者もしくは投資法人その他の内閣府令で定める者またはこれらの役員等（改正法による改正後の金商法二七条の三六第一項一号）

- (2) 当該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、当該重要情報に基づく投資判断に基づいて

当該上場会社等の有価証券に係る売買等を行う蓋然性の高い者として内閣府令で定める者（改正法による改正後の金商法二七条の三六第一項二号）

なお、(1)に該当する法人の中には、金融商品取引業者としての登録を行いながら金融商品取引業以外の業務も行っている企業もいるところ、このような企業においては、金融商品取引業に従事していない部門から従事している部門に重要情報が伝達されないような適切な措置（いわゆるファイアウォール）が講じられていれば、金融商品取引業に従事しない者が重要情報の提供を受けたとしても、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、このような者を(1)の取引関係者から除くこととしている。

また、(2)に該当する者の具体的な範囲については、今後、内閣府令において定められる予定であるが、有価証券に係る売買等を行う蓋然性の高い者として、たとえば、当該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、機関投資家などが考えられる。

**6 公表が不要となる場合**

TFにおいては発行者が行うさまざまな事業活動の中には、たとえば、証券会社に資金調達の相談をする場合など、FD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が、そのような場合、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）および投資判断に利用しない義務を負っていれば、市場の信頼が害されるおそれは少ないと考えられるとされた。

そこで、TF報告書においては、当該情報受領者が、上場会社等に対して、FDルールの対象となる重要な情報につき、このような義務を負っていれば、公表を必要としないこととすることが適当であるとされた。

これらを踏まえて、改正法では、取引関係者が上場会社等から伝達される重要情報について、当該重要情報が公表される前に①第三者に伝達しない義務（守秘義務）および②当該上場会社等の有価証券に係る売買等をしてはならない義務（以下「守秘義務等」という）を負う場合には、当該重要情報の公表は不要である旨を規定している（改正法による改正後の金商法二七条の三六第一項ただし書）（注一二）。

**7 上場会社等が、取引関係者の守秘義務等の違反を把握した場合の公表義務**

前記6のとおり、取引関係者が上場会社等から伝達される重要情報について、守秘義務等を負う場合には、当該上場会社等は、当該重要情報を取引関係者に伝達する際に、それを公表す

る必要はない。

しかし、この取引関係者が守秘義務等に違反して、守秘義務を負わない他の取引関係者に情報を伝達することなどがあり得る。この場合、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のに対して、米国では、発行者には情報の公表義務は課されていない（注一三）。

TF報告書においては、こうした欧米のルールも踏まえた上で、FD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、（前記5の）情報受領者への情報提供を行った際には当該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、（前記5の）情報受領者に該当する守秘義務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、FD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とされた。一方、TFにおいては、進行中のM&A等に関する情報がルールの対象となる情報受領者から漏れたような場合など、当該案件の進捗度合いによっては、当該情報を公表することが困難な場合もあり得るとの指摘があったところである。

これを受けて、改正法では、上場会社等が守秘義務を負う取引関係者に重要情報を伝達した場合であっても、仮に当該取引関係者が当該

守秘義務等に違反して、取引関係者に該当する第三者に重要情報を伝達した場合に、そのような状態となったことを上場会社等が知った場合には、速やかに当該重要情報を公表しなければならぬ旨を規定しているが（改正法による改正後の金商法二七条の三六第三項本文）、「やむを得ない理由により当該重要情報を公表することができない場合その他の内閣府令で定める場合」（注一四）には、当該重要情報の公表を求めないこととしている（同項ただし書）。

### 8 公表方法

TF報告書においては、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踏まえ、法定開示（EDINET）および金融商品取引所の規則に基づく適時開示（TIDeal）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とされた。これを踏まえ、改正法では、情報の公表方法について「インターネットの利用その他の方法」によるものとしており、具体的な公表方法については内閣府令で整備することとしている（改正法による改正後の金商法二七条の三六第四項）（注一五）。

### 9 エンフォースメント

TF報告書においては、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とされた（注一六）。

FDルールの実施に当たっては、前記4のとおり、まずは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ていくことができるようにすることが望ましいとされており、関係者が、こうしたプラクティスが積み上げられていくよう留意していくべきであると考えられる。このため、エンフォースメントが必要となる場合の対応についても、TF報告書においては、発行者に対して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り、FDルールの実効性を確保することが適当であるとされた。

- (1) 内閣総理大臣は、二七条の三六第一項（三項の規定により公表されるべき重要情報が公表されていないと認めるときは、当該重要情報を公表すべきであると認められる者に対して、重要情報の公表その他の適切な措置をとるべき旨の指示をすることができ旨（改正法による改正後の金商法二七条の三八第一項）、
- (2) (1)の指示を受けたにもかかわらず、正当な理由がなくてその指示に係る措置をとらなかったときは、その指示に係る措置をと

るべき旨の命令をすることができ旨(改正法による改正後の金商法二七条の三八第二項)、を規定している。

#### 四 おわりに

以上が、今般整備を行ったFDルールの概要である。今般の改正は、投資家に対する公平かつ適時な情報開示を確保し、すべての投資家が安心して取引できるようにするために、諸外国で長く適用されているFDルールを導入するものであり、ルールの導入が、上場企業による情報開示の促進や中長期的な視点に立った投資を促すことなどを通じて、資本市場の活性化に資するものとなることが期待される。また、諸外国においては、FDルールの下、上場企業が積極的に情報開示や投資家との対話を行っている。わが国においても、FDルールの導入議論以降、各種情報を自社ホームページに掲載する企業が増えつつあるとの評価もあり(注一七)、FDルールの導入やその趣旨を踏まえて、上場会社が、積極的に情報開示や投資家との対話に取り組んでいくことが期待される。

(注一) 「指令」(Directive)は結果実現の方法・手段が加盟国にゆだねられるが、「規則」(Regulation)は加盟国に直接適用される(EUにおけるルールの内容については図表1参照)。この

ほか、シンガポールや香港などにおいてもFDルールが導入されている。

(注二) 平成二六年一二月ころに、証券会社のアナリストが、上場会社から公表前の四半期の業績に関する情報を聞き、当該アナリストが営業員に当該情報を伝え、当該営業員が顧客に伝えて、当該上場会社の株式の売買を勧誘したという事例。当該証券会社は平成二七年一二月に行政処分を受けた。平成二八年四月にも、別の証券会社が、同様のケースで行政処分を受けている。

(注三) 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——建設的な対話の促進に向けて——」(平成二八年四月一八日。http://www.fsa.go.jp/sing/sing\_kinyu/losin20160418-1.html)。

(注四) 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(平成二八年一二月七日。http://www.fsa.go.jp/sing/sing\_kinyu/losin20161222-1.html)。同報告は、同日に金融審議会「市場ワーキング・グループ」において報告・承認され、平成二九年三月三日に金融審議会総会・金融分科会において報告・承認された。

(注五) 条文では、「重要情報の伝達を行った時において伝達した情報が重要情報に該当することを知らなかつた場合又は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として内閣府令で定める場合」(改正法による改正後の金商法二七条の三六第二項)に、速やかに当該

情報を公表すべきものと規定している(「重要情報」については三四参照)。その具体的内容は、今後、内閣府令において定められることになるが、たとえば、発行者としては伝達する予定のなかつた重要情報を、その役員がたまたま話の流れの中で伝達してしまったような場合などが考えられる。

(注六) 取締役、会計参与、監査役もしくは執行役またはこれらに準ずる者をいう(金商法二二条一項一号)。

(注七) 投資法人は資産の運用以外の行為を営業としてすることができない(投信法六三条一項)。そして、投資法人は、使用人を雇用することができず、その資産の運用に係る業務は、投信法上必ず設置を要する資産運用会社によって行われる(同法六三条二項、一八八条一項三号、一九八条一項)。このため、投資法人の唯一の営業である資産の運用に関連する事実に関する情報は、これを遂行している資産運用会社が取得・保有・管理することが投信法上予定されている。

(注八) 米国のFDルールは、未公表の重要な情報(material nonpublic information)を対象としており、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FDルールは、「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確定的(precise nature)な情報であつて、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」情報を対象としている(図

〔図表4〕 米国におけるフェア・ディスクロージャー・ルール (Regulation FD) の対象となる情報の例

- ▶ 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すべてが「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、合弁会社その他資産に関する変化
  - ・新製品、新発見または顧客もしくは供給者に関する変化 (例：契約の締結または喪失)
  - ・支配または経営に関する変化
  - ・会計士に関する変化また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、株式分割または配当額の変更、証券保有者の権利に関する変更、証券の市場取引または相対取引)
  - ・破産または財産管理

(出典) SEC, "Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading" Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99

〔図表5〕 EUにおけるフェア・ディスクロージャー・ルール (Market Abuse Regulation) の対象となる情報の例

- ▶ 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すべ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
- ・経営陣およ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)

表4、図表5)。

(注九) インサイダー取引規制においては、規制の対象となる情報に軽微基準が設けられており、たとえば年度の決算情報は、すでに公表した数値に比べて、売上高で一〇%以上、経常利益・純利益で三〇%以上変動した場合に、当該情報が規制の対象となる(金商法一六六条二項

三号、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令五一一条)。

(注一〇) TF報告書においては、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、た

報(いわゆるモザイク情報)は、FDルールの対象外とすることが適当であるとされた。

(注一一) なお、EUにおいては、すべての第三者への情報提供がFDルールの対象とされている。

(注一二) なお、TF報告書においては、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、あらかじめ守秘義務契約を書面で締結する必要があるものと考えられるとされた。

(注一三) ただし、米国においても、発行者が情報源となつて重要な情報が誤つて流布しているような場合には、FDルールとは別のルール（一九三四年取引所法に基づくSEC規則の一〇b-5）に基づき、これを訂正すべき義務（duty to correct）が課されることがあり得る。

(注一四) 「やむを得ない理由により当該重要情報を公表することができない場合その他の内閣府令で定める場合」の具体的な内容については、今後、内閣府令において定められることになるが、①重要情報の公表によって進行中の重要な交渉が決裂するおそれがある場合や、②上場会社の競争上の利益を害する場合など、かえって投資家に不利益を及ぼすことになるような場合などが考えられる。

(注一五) たとえば、①法定開示（EDINET）、②適時開示（TDnet）、③インサイダー取引規制におけるその他の公表の方法（二以上の報道機関への公開から一二時間の経過）、④上場会社等による自社ホームページへの掲載のいずれかの方法により公表がなされればよいなどとすることが考えられる。

(注一六) エンゲージメントは、プライス・センシティブ・インサイダー・インフォメーションなしで行うものであり、フェア・ディスクロージャー・ルールはエンゲージメントに何の変化ももたらさないとの指摘もある（三瓶裕喜「わ

が国における建設的対話における諸論点——投資家の立場から——」本誌二二一三六号（二〇一七）四二頁以下）。

(注一七) 武井一浩「フェアディスクロージャーを踏まえた実務対応上の諸論点」本誌二二一三七号（二〇一七）三三頁。

たはら・やすまさ  
おおたに・じゅん  
わたなべ・たかひこ  
もりた・けんじ  
おかむら・けんじ