

2016年7月7日 全14頁

# フェア・ディスクロージャー・ルール

金融調査部 主任研究員  
横山 淳

## [要約]

- 2016年4月18日、金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」は、報告を取りまとめ、公表した。内容は多岐にわたるが、その中に「フェア・ディスクロージャー・ルールの導入に向けた検討の実施」が盛り込まれている。
- フェア・ディスクロージャー・ルールとは、投資判断に重要な影響を与えるような情報（例えば、業績予想の大幅な修正など）で未公表のものを、特定の第三者（例えば、大株主、アナリストなど）にのみ提供することを、原則、禁止するルールである。仮に、特定の第三者に提供するのであれば、その情報が他の不特定多数の投資者にも同時に提供されるように必要な対応を行わなければならない。
- フェア・ディスクロージャー・ルールは、米国やEUなどで既に導入されている。もっとも、米国ではインサイダー取引規制の補完としての性格が強いのに対して、EUでは適時開示義務との関連性が強い、といった違いが指摘できる。
- フェア・ディスクロージャー・ルールは、全ての投資者への公平・公正な情報提供を確保するという肯定的な評価がある。その一方で、発行会社による情報提供や、株主との「建設的な対話」を萎縮させるとの懸念も表明されている。今後、両者のバランスに配慮しながら、導入に向けた検討が進められるものと予想される。

## はじめに ～ディスクロージャーWGの提言～

2016年4月18日、金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（以下、ディスクロージャーWG）（座長：神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授）は、「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告一建設的な対話の促進に向けて一」（以下、WG報告）を取りまとめ、公表した<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 金融庁のウェブサイト ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20160418-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20160418-1.html)) に掲載されている。

WG 報告の内容は、(決算短信、事業報告・計算書類、有価証券報告書の)「開示内容の整理・共通化・合理化」<sup>2</sup>「対話の促進に向けた開示・株主総会日程のあり方」<sup>3</sup>など多岐にわたる。その中に「情報の公平・公正な開示についてのルール」として、「フェア・ディスクロージャー・ルールの導入に向けた検討の実施」<sup>4</sup>が盛り込まれている。

具体的には、次のような提言がなされている。

…前略… 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。

(出所) WG 報告 p. 16。

つまり「フェア・ディスクロージャー・ルール」(詳細は、1 以降において説明する)と呼ばれる規制を、直ちに導入するわけではないが、導入に向けた検討を開始するということである。

本稿では、導入が検討されている「フェア・ディスクロージャー・ルール」とは何か、海外における導入事例、そして、導入に当たってのいくつかの論点について、紹介する。

## 1. フェア・ディスクロージャー・ルールとは

「フェア・ディスクロージャー・ルール (fair disclosure rule)」とは、一般に「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」<sup>5</sup>と説明されている。

<sup>2</sup> WG 報告 p. 4。

<sup>3</sup> WG 報告 p. 10。

<sup>4</sup> 「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告の概要」([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20160418-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20160418-1.html))。

<sup>5</sup> WG 報告 p. 15。

すなわち、投資判断に重要な影響を与えるような情報（例えば、業績予想の大幅な修正など）で未公表のものを、特定の第三者（例えば、大株主、アナリストなど）にのみ提供すること（**選択的開示 (selective disclosure)**）は、原則として、許されない。仮に、特定の第三者に提供するのであれば、その情報が他の不特定多数の投資者にも同時に（あるいは速やかに）提供されるように必要な対応を行わなければならない、というルールである。

仮に、「フェア・ディスクロージャー・ルール」を導入した場合、その趣旨は、重要な情報へのアクセスに関する投資者間の公平性の確保（情報の非対称性の解消）と、インサイダー取引の防止（インサイダー取引規制の補完）にあると考えられる。そして、最終的には、金融商品取引法の目的である「金融商品等の公正な価格形成」と「投資者の保護」（金融商品取引法1条）に結びつくものだけということになるだろう。

なお、今回、ディスクロージャーWGにおいて、「フェア・ディスクロージャー・ルール」が取り上げられた契機としては、次の事例が指摘されている<sup>6</sup>。

- ▶証券会社が、上場会社の業績に関する公表前の情報を顧客に提供し株式の売買の勧誘を行ったとして、2015年12月15日に行政処分を受けた事案において、当該上場会社が、当該証券会社のアナリストの取材に応じて、公表前の四半期業績に関する情報を提供していたことが判明した。
- ▶一部の報道機関が、決算短信の公表前に、会社が公表する数値に近い業績予想を頻繁に提供していることについて、外国人投資家を中心に、当該情報にアクセスできない投資家に不利益が生じているとの批判がある。

## 2. 海外の規制事例

### (1) 米国のレギュレーションFD

#### (a) 概要

米国では、2000年に制定された米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) 規則レギュレーションFD (Regulation FD) によって、「フェア・ディスクロージャー・ルール」が定められている。導入の背景には、当時、多くの米国企業が、証券アナリストや一部の機関投資家を相手に、未公表の重要な情報を、それが広く公衆に開示される前に伝達していた、という問題があった。こうした行為は、情報の伝達を受けた者が、その情報が公表される前に、一般投資者に先んじて、有価証券の売買等を行うことで利益を得る、又は損失を回避する機会

<sup>6</sup> 平成28年2月19日開催金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（第3回）資料1「事務局説明資料」（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/disclose\\_wg/siryou/20160219.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/siryou/20160219.html)）p.9。

を提供することになる反面、米国におけるインサイダー取引規制（および判例解釈）<sup>7</sup>の下では、これらの事案について摘発が難しいという事情があった<sup>8</sup>。

このように、米国のレギュレーション FD は、インサイダー取引規制の補完としての性格が強い。そのことは、導入の経緯のほか、（後述する EU と異なり）選択的開示が行われない限り、特段、重要な情報の適時開示が要求されるわけではないこと、規制対象となる情報受領者が、潜在的に受容した情報に基づいて証券の売買等を行う（又は他の者に行わせる）可能性がある者に限定されていること（後述(c)）などからもうかがうことができるだろう。

## (b) 重要な情報の範囲

レギュレーション FD 上、選択的開示が禁止される情報は、当該発行者又はその証券に関する「**重要な未公表の情報 (material nonpublic information)**」と定められている（Regulation FD §243.100）。ただ、その具体的な範囲については明示されていない。

一般に「重要」な情報とは、米国における判例上、「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」<sup>9</sup>の趣旨と解されている。なお、米国 SEC は、レギュレーション FD の対象となる重要な情報として、より具体的に、次のものを例示している<sup>10</sup>。ただし、これらに限定されるわけではない。

- ①利益情報 (earnings information)
- ②M&A、公開買付け、ジョイント・ベンチャー、資産の変動 (mergers, acquisitions, tender offers, joint ventures, or changes in assets)
- ③顧客又はサプライヤーに関する新製品、新発見、新開発 (new products or discoveries, or developments regarding customers or suppliers (e.g., the acquisition or loss of a contract))

<sup>7</sup> 米国では、インサイダー取引を直接規制する法律上の規定は存在せず、判例によって、証券取引に伴う詐欺行為の一種として位置づけられている（米国 1934 年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) 10 条 b 項、米国証券取引委員会 (SEC) 規則 Rule 10b-5 など）。具体的には、取引の相手方に対する信認義務に違反して、事実を伝えなかったことが取引の相手方を欺く詐欺的行為に該当するといった説明（信認義務理論）や、情報源に対する信認義務などに違反して、提供された情報を不正に流用して自己の利益を図ったことが、情報伝達者を欺く詐欺的行為に該当するといった説明（不正流用理論）がなされている。米国のインサイダー取引規制及び判例解釈については、萬澤陽子「アメリカのインサイダー取引と法」（弘文堂、2011 年）など参照。

<sup>8</sup> SEC “Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading” (August 15, 2000 Release Nos. 33-7881) (<https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>)。なお、吉川満『投資家に信頼される公正開示』（2001 年 7 月 23 日、財経詳報社）p.20、p.107、米山徹幸『21 世紀の企業情報開示』（2011 年、社会評論社）p.8、大崎貞和「フェア・ディスクロージャーのルール化をめぐる」（『月刊資本市場』2016 年 5 月号 (No.369)、資本市場研究会）p.15、辰巳郁「情報の選択的開示とフェア・ディスクロージャー」（法と経済のジャーナル Asahi Judiciary <http://judiciary.asahi.com/outlook/2016042600001.html>) なども参照。

<sup>9</sup> SEC “Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading” (August 15, 2000 Release Nos. 33-7881、前出脚注 8 参照)。なお、日本語は、平成 28 年 2 月 19 日開催金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（第 3 回）参考資料 p. 8 ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/disclose\\_wg/siryou/20160219.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/siryou/20160219.html))。

<sup>10</sup> SEC “Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading” (August 15, 2000 Release Nos. 33-7881、前出脚注 8 参照)。

- ④支配・経営の異動 (changes in control or in management)
- ⑤会計監査人の変更、不適正意見等 (change in auditors or auditor notification that the issuer may no longer rely on an auditor's audit report)
- ⑥優先証券のデフォルト、償還のための証券買い戻し、自己株式取得、株式分割、配当の変更、証券保有者の権利変更、証券の公募又は私募など、その発行する証券に関するイベント (events regarding the issuer's securities -- e.g., defaults on senior securities, calls of securities for redemption, repurchase plans, stock splits or changes in dividends, changes to the rights of security holders, public or private sales of additional securities)
- ⑦破産、管財人の指名 (bankruptcies or receiverships)

### (c) 情報受領者の範囲

レギュレーション FD 上、選択的開示が禁止される情報受領者の範囲は、**証券会社 (broker or dealer)、投資顧問 (investment adviser)、投資会社 (investment company)、当該発行者の証券保有者<sup>11</sup> (holder of the issuer's securities)** などとされている (Regulation FD §243.100(a))。

また、導入の経緯 (前記(a)) から分かる通り、アナリストも選択的開示が禁止される情報受領者に含まれる。実際の摘発事例の中にも、業績予想の下方修正が必要となった会社の CFO (最高財務責任者) が、その事実の公表前に自宅から 8 名のセル・サイド・アナリスト宛に、第 2 四半期の予想 EPS は、第 1 四半期 (1 株当たり 20 セント) よりも「10 セント前後低くなりそうだ」(つまり、半減) というメールを送信したというものがある<sup>12</sup>。

他方、後述する EU のケースと異なり、マスメディアなどは、規制対象となる情報受領者の範囲に含まれていない。そのため、原則として、マスメディアへのリークなどは、米国のレギュレーション FD に、直接、抵触しないものと考えられる。

もともと、米国では、実務上、いわゆるスクープ報道などにより、「不明確な情報」が生じた場合に、上場会社として「ノーコメント」と対応すること (いわゆる「ノーコメント」開示) が認められるためには、①情報がその企業から流出したものではない、又は②その企業が情報の出所ではあるが、その報道内容が正確であることが要件となると指摘されている<sup>13</sup>。これに従

<sup>11</sup> 証券保有者については、厳密には、当該情報に基づいて、当該発行者の証券を売買するであろうことが合理的に予想できる (reasonably foreseeable) 場合に適用対象となるとされている。

<sup>12</sup> SEC“Sec files settled regulation FD charges against former chief financial officer”(Litigation Release No.21222 / September 24, 2009) (Securities and Exchange Commission v. Christopher A. Black, Case No.09-CV-0128 (S.D.Ind., September 24, 2009) (<https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2009/lr21222.htm>)).

なお、この事案では、CFO 個人のみが処分された。発行会社は処分対象とならなかった。その理由は、事前に一定の違反防止措置を講じていたこと、会社によるコントロール・システム外で行われた行為 (自宅からのメール送信) で CFO 個人の責任であること、違反行為を発見した同日に Form-8K (わが国にの臨時報告書に相当) を速やかに提出し業績の下方修正を公表したこと、翌日には当局に発見した CFO の違反行為に関する報告を行ったこと、当局の捜査にも大きく協力したこと (extraordinary cooperation)、再発防止措置を講じたことなどが考慮されたものと説明されている。

<sup>13</sup> 池田祐久「スクープ報道対応のグローバル実務」(『旬刊商事法務』No.2014 (2013 年 11 月 15 日号)) pp.17-21。

例えば、上場会社自身によるリークがスクープ報道につながったような場合、レギュレーション FD に直接、抵触することはないとしても、その報道内容が正確でない場合には、「ノーコメント」開示が認められないと解される点に留意する必要があるだろう<sup>14</sup>。

#### (d) 適用除外

次のいずれかに該当する場合には、レギュレーション FD の適用除外が認められる (Regulation FD §243.100(a)(2))。つまり、選択的開示を行うことが許容される。

- ①発行者に対して守秘義務を負う者 (弁護士 (attorney)、投資銀行家 (investment banker)、会計士 (accountant) など) に対する情報提供
- ②提供された情報について秘匿することについて、明示的に合意した (expressly agree) 者 に対する情報提供
- ③証券法に基づき登録された募集 (securities offering registered under the Securities Act) に伴う情報提供

なお、レギュレーション FD の制定当初は、格付会社に対する (専ら、格付けのための) 情報提供を適用除外とする明文の規定が設けられていた。しかし、ドッド・フランク法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010) 939B 条に伴う 2010 年の改正により削除された。

#### (e) 選択的開示を行った場合の対応

発行会社が、選択的開示を行った場合、次の対応をとることが義務付けられている (Regulation FD §243.100(a))。

##### (意図的な選択的開示の場合)

⇒ (その選択的開示と) 同時に (simultaneously) 「公表 (public disclosure)」を行う

##### (意図せざる選択的開示の場合)

⇒速やかに (promptly) 「公表 (public disclosure)」を行う

なお、拙稿「いわゆるスクープ報道と適時開示を巡って」(2014年6月20日付レポート)も参照

([http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140620\\_008668.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140620_008668.html))。

<sup>14</sup> 米国におけるスクープ報道では、「匿名を条件に語った〇〇の関係者によると」「〇〇の関係者が匿名を条件に述べたところによると」など、取材源 (=情報の出所) が、ある程度、特定されているケースが多いことも念頭に置くべきだろう。



「公表 (public disclosure)」の手続きとしては、わが国における臨時報告書に相当する “Form 8-K” の提出のほか、広範 (broad) かつ非限定的 (non-exclusionary) に情報を公衆に伝達するために合理的に設計された方法によることも認められている (Regulation FD §243.101(e))。

後者の方法としては、例えば「広く普及したニュース、ワイヤーサービス (a widely disseminated news or wire service) を通じたプレスリリースの発信」や「公衆に通知され、公衆がアクセス可能な会見 (a conference of which the public had noticed and to which the public was granted access) での発表」などが該当すると解されている<sup>15</sup>。

また、ウェブサイト等への掲載が、公表の方法として認められるためのガイドラインも、SEC から示されている<sup>16</sup>。

## (2) EUのMAR (旧MAD)

### (a) 概要

EU では、従来、市場阻害行為指令<sup>17</sup> (Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), “MAD”) に基づき、加盟国が国内法令を整備して、フェア・ディスクロージャー・ルールを定めていた。例えば英国の場合、2000年金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)) や、監督当局である FCA の定める開示透明性規則 (Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR))、ドイツの場合、有価証券取引法 (Wertpapierhandelsgesetz) <sup>18</sup>などによって規定されていた。

2016年7月3日から主要部分が施行された、新たな市場阻害行為レギュレーション (Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, “MAR”) の下では、同レギュレーションによって、フェア・ディスクロージャー・ルールが規定され、直接、加盟国に適用されることとなる。なお、新しい市場阻害行為レギュレーション (以下、新MAR) の下でも、旧市場阻害行為指令 (以下、旧MAD) のフェア・ディスクロージャー・ルールの基本的な枠組みは、おおむね、維持されている。

EU のフェア・ディスクロージャー・ルールの大きな特徴は、適時開示義務との関連性が強い

<sup>15</sup> SEC “Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading” (August 15, 2000 Release Nos. 33-7881、前出脚注 8 参照)。

<sup>16</sup> SEC “Commission Guidance on the Use of Company Web Sites” August 7, 2008 (Release Nos. 34-58288) (<https://www.sec.gov/rules/interp/2008/34-58288.pdf>)。米山徹幸『21世紀の企業情報開示』(2011年、社会評論社) pp.18-20 も参照。

<sup>17</sup> “market abuse” には「市場濫用」などの訳語もあるが、本稿では「市場阻害行為」の訳語を用いる。

<sup>18</sup> 松井秀征「会社内部情報に関する報道と開示」(神作裕之責任編集『企業法制の将来展望 2015年版』(2015、資本市場研究会、財経詳報社) 所収) p. 337 など参照。

ことである。すなわち、選択的開示の有無にかかわらず、そもそも発生した重要な情報について、発行会社は、原則として、適時開示を行う義務がある（新 MAR 17 条 1 項、旧 MAD 6 条 1 項）。ただし、例外として、次の要件を満たす場合には、発行者の責任において開示遅延が認められる（新 MAR 17 条 4 項、旧 MAD 6 条 2 項）。

- (a) 即時の開示が、発行者の正当な利益を損なうものと見込まれる (is likely to prejudice the legitimate interests)
- (b) 開示の遅延が、公衆をミスリードすることがないと見込まれる (not be likely to mislead)
- (c) 発行者が、当該情報の秘匿 (confidentiality) を確保することができる

その上で、未公表の重要な情報（内部情報 (inside information)）を他人に伝達する行為は、雇用 (employment)、業務 (profession) 又は義務 (duties) の通常の執行において (in the normal exercises) 行われる場合を除き、禁止されている（新 MAR 10 条、旧 MAD 3 条）。

そして、雇用、業務又は義務の通常の執行において行われる内部情報の伝達であっても、情報の受領者が、法律、規則、定款 (articles of association)、契約のいずれに基づくものであれ、守秘義務を負うものでない限り、その情報を広く公表することが義務付けられている（フェア・ディスクロージャー・ルール。新 MAR 17 条 8 項、旧 MAD 6 条 3 項）。

#### (b) 重要な情報の範囲

EU において、適時開示義務が課され、選択的開示が禁止される情報は「内部情報 (inside information)」と定められている。「内部情報」とは「未公表の、直接又は間接に、一又は複数の発行者、若しくは一又は複数の金融商品に関する具体的な情報 (information of a precise nature) であって、公表されれば当該金融商品の価格又は関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性が高いもの」と定められている（新 MAR 7 条 1 項(a)。旧 MAD 1 条 1 項もほぼ同じ）。ただ、その具体的な範囲については明示されていない。

英国の FCA 開示透明性規則は、次のものに影響する情報が、通常、該当するとの見解を示している<sup>19</sup>（新 MAR を踏まえた改正後の DTR2.2.6。なお、改正前もほぼ同内容）。ただし、これに限定されるわけではない。

<sup>19</sup> 英国では、2016 年 6 月の国民投票において「EU 離脱」が多数を占めた。そのため、将来的には、EU と異なる規制を採用する可能性があるが、本稿では、英国の事例についても言及するものとする。



- ①発行者の資産・負債 (the assets and liabilities of the issuer)
- ②発行者の事業の業績又は業績への期待 (the performance, or the expectation of the performance, of the issuer's business)
- ③発行者の財務状況 (the financial condition of the issuer)
- ④発行者の事業の推移 (the course of the issuer's business)
- ⑤発行者の事業上の重要な新開発 (major new developments in the business of the issuer)
- ⑥以前に市場に開示された情報 (information previously disclosed to the market)

そのほかにも、例えば、ドイツの規制当局であるドイツ連邦金融サービス監督庁 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht、BaFin) が、適時開示義務の観点からだが、「単独ではインサイダー情報とならないような情報 (例えば、それ単独で切り離して見れば、適時開示義務の対象となるような損益を結果として生じないような日常的な企業活動の成果) であっても、異なる複数の情報が組み合わさることによってインサイダー情報が生じ得る。当該情報が、経営陣 (Vorstand) その他の有価証券取引法 15 条に基づく公表についての企業の責任者の手に委ねられれば、直ちに公表義務が発生する」との見解を示している<sup>20</sup>。

### (c) 情報受領者の範囲

EU において、選択的開示が禁止される情報受領者は、単に「第三者 (Any third party)」(新 MAR 17 条 8 項。旧 MAD 6 条 3 項) とのみ規定されている。単に「第三者 (Any third party)」としか規定されていないことから、理論上、情報受領者が誰であれ、後述 (d) の適用除外に該当しない限り、原則、選択的開示が禁止されることになるものと考えられる。

従って、前述の米国のケースと異なり、マスメディアなども、理論上、規制対象となる情報受領者の範囲に含まれることとなる。すなわち、マスメディアへのリークなども、原則として、規制に抵触するものと考えられる。

そうした事情もあって、いわゆるスクープ報道などにより、「不明確な情報」が生じた場合に、上場会社として「ノーコメント」と対応すること (いわゆる「ノーコメント」開示) が認められるのは、報道の内容が、そもそも「内部情報」(前記 (b)) に該当しないようなケース (例えば、根拠のない噂 (rumours) や推量 (speculation) であって、かつ、自社が発信源となっていないもの) に限られると考えられているようだ<sup>21</sup>。

<sup>20</sup> “Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht” (2013) IV. 2. 2. 9. 1)。日本語訳は筆者。  
[http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl\\_emittentenleitfaden\\_2013.pdf;jsessionid=16DE65A6CA5F82545198B8C642EC3B.1\\_cid290?\\_blob=publicationFile&v=1](http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2013.pdf;jsessionid=16DE65A6CA5F82545198B8C642EC3B.1_cid290?_blob=publicationFile&v=1)

<sup>21</sup> Committee of European Securities Regulators (CESR) (現 European Securities and Markets Authority (ESMA) )  
 “Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the

ただし、ジャーナリズムその他のメディアにおける表現 (expression) を目的とした情報の提供等については、次のいずれかに該当しない限り、報道の自由 (freedom of the press)、表現の自由 (freedom of expression in other media)、ジャーナリストの職務 (journalist profession) に関するルール等を考慮することが定められている (新 MAR 21 条<sup>22</sup>)。

- (a) 関与している者又はその者と密接な関係を持つ者が、直接又は間接に、当該情報を提供し、又は広めることから、便宜 (advantage) 又は利益 (profits) を得る場合
- (b) 金融商品の需給又は価格について、市場をミスリードする意図で、情報を提供し、又は広める場合

なお、EU においては、内部情報の伝達行為は、雇用、業務又は義務の通常の実行において行われる場合を除き、そもそも禁止されている点にも留意する必要がある (新 MAR 10 条、旧 MAD 3 条)。

#### (d) 適用除外

内部情報の選択的開示であっても、情報の受領者が、法律、規則、定款、契約のいずれに基づくものであれ、守秘義務を負う者である場合には、フェア・ディスクロージャー・ルールの適用除外が認められる (新 MAR 17 条 8 項、旧 MAD 6 条 3 項)。

英国の FCA 開示透明性規則は、次の者が、通常、これに該当するとの見解を示している (改正後の DTR2.5.7。なお、改正前もほぼ同内容)。ただし、これに限定されるわけではない。

- ① 発行会社のアドバイザー、又は当該案件に関与している他の者のアドバイザー
- ② 発行会社の商業・金融・投資取引の交渉相手、又は発行会社が交渉を意図する相手 (注)
- ③ 労働者代表又はトレード・ユニオン
- ④ 政府 (government department)、イングランド銀行、競争委員会 (the Competition Commission)、その他の法律・規制上の機関・当局 (statutory or regulatory body or authority)
- ⑤ 大株主 (major shareholders of the issuer)

Directive to the market” 1.5、同 “Guidelines Market Abuse Directive Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market” 64-69 参照。なお、池田祐久「スクープ報道対応のグローバル実務」(『旬刊商事法務』No.2014 (2013 年 11 月 15 日号)) (注 36) ~ (注 38)、松井秀征「会社内部情報に関する報道と開示」(神作裕之責任編集『企業法制の将来展望 2015 年版』(2015、資本市場研究会、財経詳報社) 所収) pp.327-329、拙稿「いわゆるスクープ報道と適時開示を巡って」(2014 年 6 月 20 日付レポート) も参照。

<sup>22</sup> 旧 MAD につき 6 条 10 項など参照。

⑥債権者 (issuer's lender)

⑦格付会社

(注) 当該発行会社の発行する金融商品の引受人を含む。

#### (e) 選択的開示を行った場合の対応

発行会社が、選択的開示を行った場合、次の対応を取ることが義務付けられている (新 MAR 17 条 8 項、旧 MAD 6 条 3 項)。

##### (意図的な選択的開示の場合)

⇒ (その選択的開示と) 同時に (simultaneously) 「完全かつ効果的な公表 (complete and effective public disclosure)」を行う

##### (意図せざる選択的開示の場合)

⇒ 速やかに (promptly) 「完全かつ効果的な公表 (complete and effective public disclosure)」を行う

具体的な「公表 (public disclosure)」の手続きについては、公衆が、迅速 (fast) にアクセスでき、かつ、完全 (complete)、正確 (correct)、適時 (timely) な情報の評価 (assessment) が可能となる方法、可能であれば (where applicable)、EU 透明性指令 (Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC) 21 条に基づいて、当局により指定された開示システム<sup>23</sup>を用いて行うこととされている<sup>24</sup> (新 MAR 17 条 1 項)。

加えて、発行会社は、開示が求められる情報について、少なくとも 5 年間、自社のウェブサイトに掲載するものとされている (同前<sup>25</sup>)。

<sup>23</sup> わが国における EDINET に相当するシステムが想定されているものと考えられる。

<sup>24</sup> 公表のための仕組みが満たすべき技術的な要件などについては、ESMA の草案 (draft) に基づいて、EU 委員会、別途、細則 (implementing technical standards) を定めるものとされている (新 MAR 17 条 10 項)。

<sup>25</sup> 旧 MAD につき、6 条 1 項など参照。

図表 フェア・ディスクロージャー・ルール 米国型とEU型の比較

	米国	EU
位置づけ	インサイダー取引規制の補完	インサイダー取引規制の補完に加え、適時開示制度の一環としての機能も有する。
適時開示義務	選択的開示を行わない限り、適時開示義務は生じない	選択的開示の有無にかかわらず、原則、適時開示義務あり ただし、次のいずれの条件も満たす場合には、発行者の責任において開示遅延が認められる (a)即時の開示が、発行者の正当な利益を損なうものと見込まれる (b)開示の遅延が、公衆をミスリードすることがないと見込まれる (c)発行者が、当該情報の秘匿を確保することができる
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（注1）	未公表の、直接又は間接に、一又は複数の発行者、若しくは一又は複数の金融商品に関する具体的な情報であって、公表されれば当該金融商品の価格又は関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性が高いもの（注2）
情報受領者の範囲	証券会社、投資顧問、投資会社、当該発行者の証券保有者等	第三者（Any third party） なお、内部情報の伝達行為は、雇用、業務又は義務の通常の執行において行われる場合を除き、そもそも禁止されている
選択的開示が認められる場面	・ 守秘義務を負う者への情報提供（弁護士、投資銀行家、会計士等）（注3） ・ 守秘義務契約を交わした者への情報提供 ・ 有価証券の募集に伴う情報提供（注4）	情報の受領者が、法律、規則、定款、契約のいずれに基づくものであれ、守秘義務を負う者（注5）への情報提供
選択的開示を行った場合の対応	（意図的な開示の場合） 同時に（simultaneously）公表  （意図的でない開示の場合） 速やかに（promptly）公表	（意図的な開示の場合） 同時に（simultaneously）公表  （意図的でない開示の場合） 速やかに（promptly）公表
公表の方法	臨時報告書（Form8-K）又は広範かつ非限定的に情報を公衆に伝達するために合理的に設計された方法（注6）	公衆が、迅速にアクセスでき、かつ、完全、正確、適時な情報の評価が可能となる方法（注7）
根拠法	SEC 規則（レギュレーションFD）	市場阻害行為レギュレーション（MAR）（注8）

（注1）本文前記(1)(b)参照。

（注2）本文前記(2)(b)参照。

（注3）ドッド・フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010）939B

条に伴い、格付会社への情報提供を適用除外とする明文の規定は、2010年改正で削除されている。

(注4) 証券法に基づき SEC 登録がなされた募集 (offering registered under the Securities Act) であることが要件とされている。逆に、SEC 登録がなされていないものについては、原則、Regulation FD の適用対象となる (SEC “Regulation FD” (last update : June 4, 2010) Question 101.07)。

(注5) 英国 FCA 開示透明性規則 (DTR) では、具体的に、アドバイザー、交渉相手 (有価証券の引受人を含む)、労働者代表、主要株主、政府、貸付人、格付会社を例示している。

(注6) 2008年の解釈リリース (SEC “Commission Guidance on the Use of Company Web Sites”) 以降、一定のウェブサイト等も公表の方法として認められるようになった。

(注7) 可能であれば、EU 透明性指令 21 条に基づいて当局により指定された開示システムを用いる。なお、併せて、発行会社のウェブサイトでの開示も求められる。

(注8) 2016年7月3日施行。それまでは、市場阻害行為指令 (MAD) に基づき、加盟国の法令 (英国であれば、金融サービス市場法、FCA 開示透明性規則、ドイツであれば有価証券取引法など) によって定められていた。

(出所) レギュレーション FD、市場阻害行為レギュレーション、FCA 開示透明性規則、平成 28 年 2 月 19 日開催金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」(第 3 回) 参考資料 p. 8 (脚注 6 参照) などを基に、大和総研金融調査部制度調査課作成。

### 3. 想定される論点

ディスクロージャーWGでの議論においても、「フェア・ディスクロージャー・ルール」の導入そのものに対して、慎重な意見を表明する委員は少数派であったようだ<sup>26</sup>。しかし、「フェア・ディスクロージャー・ルール」の導入そのものには賛成又は認容する委員の中にも、導入に伴う副作用について懸念を表明する声が見受けられた。WG 報告が「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」するよう求めているのは、こうした懸念に配慮したものと考えられる。その意味では、今後、導入に向けた議論が活発化することが予想される。

確かに「フェア・ディスクロージャー・ルール」には、ある種「諸刃の剣」の性質があるように、筆者には思われる。その結果、論者がどのような局面での適用を想定しているのかによって、「フェア・ディスクロージャー・ルール」導入に対する評価、意見が分かれているように感じられる。

例えば、企業と株主・投資者との「建設的な対話」との関係において、「対話」にかこつけて、他の投資者に先んじて、発行会社から未公表の重要な情報を聞き出そうとする投資者のケースを念頭におけば、(フェア・ディスクロージャー・ルールの)「導入は必要」との結論になりやすい<sup>27</sup>。他方、コーポレートガバナンス・コードがあるため、渋々、株主との「建設的な対話」にに応じているが、本心では応じたくないと考えている経営者を念頭におけば、対話を拒絶する絶好の口実に使われることが危惧されるため、「導入は慎重に」という結論に傾きやすい<sup>28</sup>。

また、マスメディアによるスクープ報道との関係においても、経営者が、ある種の情報操作

<sup>26</sup> 平成 28 年 2 月 19 日開催金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」(第 3 回) 議事録参照 ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/disclose\\_wg/gijiroku/20160219.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/gijiroku/20160219.html))。

<sup>27</sup> 平成 28 年 2 月 19 日開催金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」(第 3 回) 議事録、黒沼委員発言など参照。

<sup>28</sup> 平成 28 年 2 月 19 日開催金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」(第 3 回) 議事録、大崎委員、石田委員、熊谷委員発言など参照。

として、マスメディアにリークした結果として行われるスクープ報道のケースを念頭におけば、「導入は必要」との結論になりやすい<sup>29</sup>。他方、ジャーナリストが、地道な取材を積み重ねることで真実にたどり着いた結果として行われるスクープ報道のケースを念頭におけば、取材・報道活動を阻害することが危惧されるため、「導入は慎重に」という結論に傾きやすい<sup>30</sup>。

マスメディアによるスクープ報道と同様の論点は、アナリストによる企業分析との関係においても指摘できるだろう<sup>31</sup>。

その他にも、仮に「フェア・ディスクロージャー・ルール」を導入するとした場合、具体的な規制の構築に当たっての論点として、次のような点も指摘されている<sup>32</sup>。

- ◇「フェア・ディスクロージャー・ルール」の規範の強さ（法令レベルの規制、取引所規則レベルの規制など）（注）
- ◇「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（インサイダー取引規制上の重要事実・公開買付等事実、金融商品取引業等規制上の法人関係情報、取引所ルール上の適時開示情報など）

（注）規範の強さによって、エンフォースメントなどに違いが生じる。例えば、わが国の場合、法令レベルの規制であれば、違反者を刑事罰（懲役、罰金など）や課徴金の対象とすることができる。取引所規則レベルの規制であれば、違反した上場会社を、上場廃止、上場契約違約金、改善報告書、（違反事実の）公表措置などの対象とすることとなる。

いずれにせよ、「フェア・ディスクロージャー・ルール」の導入に向けた検討が始まることを機会に、「フェア・ディスクロージャー・ルール」の趣旨に照らして、情報の適切な取り扱いのあり方を、改めて確認することは有意義だと思われる。

<sup>29</sup> 平成28年2月19日開催金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（第3回）議事録、上柳委員、太田委員、黒沼委員、原田委員発言など参照。

<sup>30</sup> 平成28年2月19日開催金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（第3回）議事録、大崎委員、石田委員発言など参照。

<sup>31</sup> 吉井一洋「アナリスト受難の時代へ？」（2016年3月7日付レポート）など参照。

[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/accounting/20160307\\_010702.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/accounting/20160307_010702.html)

<sup>32</sup> 平成28年2月19日開催金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（第3回）議事録、神作委員発言など参照。