2017 年 2 月 23 日　全 34 頁

フェア・ディスクロージャーの論点

FD ルールの何がどう影響するのか？

金融調査部 主任研究員
横山　淳

［要約］

- わが国におけるフェア・ディスクロージャー・ルールの導入を巡って、2016 年 10 月 21 日から金融審議会「市場ワーキング・グループ」の下に設置された「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」で本格的な議論がスタートした。12 月 7 日にはタスクフォース報告が金融審議会「市場ワーキング・グループ」に報告された。

- フェア・ディスクロージャー・ルールをわが国に導入するに当たっては、規制対象となる情報受領者（市場関係者か、第三者全般か？）、規制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、適時開示事項、法人関係情報…）、情報の公表手続（自社ウェブサイトでの公表の可否）、規制の枠組み（法令上の規制か、自主規制か？）など様々な論点がある。

- 本レポートでは、タスクフォース報告の提言を踏まえて、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入に伴う論点を整理してみた。

【目次】

はじめに.. 3
１．情報提供者（伝達主体）　～誰が話したらダメなのか？～........................ 4
(1) 情報提供者（伝達主体）を巡る問題の所在.................................. 4
(2) 米国型の場合.. 5
(3) ＥＵ型の場合.. 5
(4) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響................ 6
２．情報受領者（伝達相手）　～誰に話したらダメなのか？～........................ 7
(1) 情報受領者（伝達相手）を巡る問題の所在.................................. 7
(2) 米国型の場合　～市場関係者～.. 7
(3) ＥＵ型の場合　～第三者全般～.. 8

このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研の親会社である㈱大和総研ホールディングスと大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

(4) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響 8
３．適用除外　～守秘義務を巡って～ 10
(1) 守秘義務を巡る問題の所在 10
(2) 米国型の場合 10
(3) ＥＵ型の場合 11
(4) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響 13
(5) 二次伝達に関する追加的な考察 14
４．対象となる重要な情報　～何を話したらダメなのか？～ 16
(1)「重要な情報」を巡る問題の所在 16
(2) 米国型の場合 16
(3) ＥＵ型の場合 17
(4) わが国における特殊な事情 18
(5) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響 21
５．適時開示との関係　～フェア・ディスクロージャーは、適時開示実務に影響を及ぼすか？～ 22
(1) 適時開示を巡る問題の所在 22
(2) ＥＵ型の場合　～フェア・ディスクロージャーは適時開示規制の一環～ 23
(3) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響 24
(4) いわゆるスクープ報道との関係 26
６．公表方法　～ウェブ公表は是か、非か？～ 27
(1) 公表方法を巡る問題の所在 27
(2) 米国型の場合 28
(3) ＥＵ型の場合 28
(4) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響 29
７．規制の枠組み　～法令か、自主規制か？～ 30
(1) 規制の枠組みを巡る問題の所在 30
(2) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響 31
８．上場会社と株主・投資者の間の「対話」との関係について 32
(1)「対話」を巡る問題の所在 32
(2) タスクフォース報告と若干のコメント 33

はじめに

「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」[1]と説明されている[2]。

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。

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。ただし、同じフェア・ディスクロージャー・ルールといっても、米国における規制（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））と、EU における規制（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")）とでは、適時開示制度との関係や、情報受領者の範囲など、相違点も多い。

わが国でも、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）が、「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―」[3]（以下、WG 報告）の中で、「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」[4]を提言して以来、関心が高まっていた。

2016 年 10 月 21 日には、WG 報告を受けて、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」（以下、フェア・ディスクロージャーTF）（座長：黒沼悦郎早稲田大学法学学術院教授）が設置され、わが国におけるフェア・ディスクロージャー・ルールの導入に向けた本格的な議論がスタートした[5]。12 月 2 日にはタスク

[1] 「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―」（脚注 3）p. 15。
[2] フェア・ディスクロージャー・ルールについては、拙稿「フェア・ディスクロージャー・ルール」（2016 年 7 月 7 日付レポート、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20160707_011054.html）など参照。
[3] 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20160418-1.html）に掲載されている。
[4] 「『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―』の概要」（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20160418-1.html）。
[5] 各回の資料と議事録は下記金融庁ウェブサイト参照。
第 1 回資料：http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/fair_disclosure/siryou/20161021.html
第 1 回議事録：http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/fair_disclosure/gijiroku/20161021.html
第 2 回資料：http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/fair_disclosure/siryou/20161121.html
第 2 回議事録：http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/fair_disclosure/gijiroku/20161121.html
第 3 回資料：http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/fair_disclosure/siryou/20161202.html

フォース報告案が提示された。さらに 12 月 7 日には、フェア・ディスクロージャーTF でとりまとめられたタスクフォース報告（「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～」）が「市場ワーキング・グループ」に報告された。今後、金融審議会への報告、所要の法令改正へとステップが進められるものと予想される。

また、フェア・ディスクロージャー・ルールそのものではないが、2016 年 9 月 20 日には、日本証券業協会が、「協会員のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン」（以下、アナリスト取材等ガイドライン）を策定している[6]。これは、アナリストによる発行体への取材や、アナリスト・レポート以外の手段による情報伝達のあり方などについての考え方をガイドラインの形でとりまとめたものである。

本稿では、タスクフォース報告の提言などを踏まえて、仮に、わが国でフェア・ディスクロージャー・ルールを導入した場合、どのような制度上の論点があり、それが実務にどのような影響を及ぼし得るかを検討したい。なお、文中の意見に関わる箇所は、あくまでも筆者の私見であることを、予めお断りしておく。

１． 情報提供者（伝達主体）　～誰が話したらダメなのか？～

(1) 情報提供者（伝達主体）を巡る問題の所在

フェア・ディスクロージャー・ルールが規制対象とするのは、基本的に、発行会社（issuer）である。この点は、米国型も EU 型も大きく異なっていない。

2016 年 9 月に策定された日本証券業協会の「アナリスト取材等ガイドライン」との対比でいえば、「アナリスト取材等ガイドライン」は同協会員である「情報受領者」、すなわち、発行会社（上場会社）が発信・伝達した情報を受領し、当該情報を分析、評価した上で、二次的に発信・伝達するアナリスト及びその所属先の証券会社（第一種金融商品取引業者）等をターゲットとしている。

それに対して、フェア・ディスクロージャー・ルールは「情報提供者」、すなわち、一次的に情報を発信・伝達する発行会社（上場会社）をターゲットとするものである点に特徴がある。その伝達相手についても、日本証券業協会の協会員（証券会社等やその所属アナリスト）に限定されていない。

第３回議事録：http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/fair_disclosure/gijiroku/20161202.html
報告書：http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/03.pdf
[6] 日本証券業協会のウェブサイト（http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/103_koukoku/GLhonbun.pdf）に掲載されている。なお、拙稿「日証協によるアナリストの取材等に関するガイドライン」（2016 年 10 月 21 日付レポート、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20161021_011341.html）も参照されたい。

もっとも、選択的開示が行われる局面を想定すれば、公式に発行会社（上場会社）の名前で情報伝達が行われる場面ばかりとは言えないだろう。一口に「情報提供者」、「発行会社（上場会社）」といっても、具体的に誰が情報伝達を行った場合にフェア・ディスクロージャー・ルールの適用を受けるのか、という問題が生じることとなる。

(2) 米国型の場合

この点について、米国の場合、「発行者又は発行者のために行動する者（an issuer, or any person acting on its behalf）」（Regulation FD § 243.100(a)）が選択的開示を行った場合に、開示義務を課すことと定めている。「発行者のために行動する者」とは、具体的に、発行者の上級役員（senior official）、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（holder of the issuer's securities）と日常的に（regularly）コミュニケーションをとる役員（officer）・従業員（employee）・代理人（agent）を意味すると定義されている（Regulation FD § 243.101(c)）。言い換えれば、経営陣幹部、IR 担当者、その他市場関係者・株主等と接する立場にある役職員等が、具体的な規制対象となる主体だと整理できるだろう[7]。

他方、こうした市場関係者・株主等と接する立場にない役職員等の行為は、基本的にフェア・ディスクロージャー・ルールの規制対象とはならないものと解されている。すなわち、後述する守秘義務（厳密には「信託又は信頼の義務（duty of trust or confidence）」）に違反して、役員、取締役（director）、従業員、代理人が未公表の重要情報を伝達したような場合は、「発行者のために行動する者」による行動とは認定されないものとされているのである（Regulation FD § 243.101(c)）。例えば、（市場関係者・株主等と接する立場にない）役職員が発行者に対する義務に反して、勝手に友人に情報を漏洩したような場合には、（他の法令・規制等に抵触する可能性や、後述するいわゆるスクープ報道への対応などの問題はあるものの）少なくともフェア・ディスクロージャー・ルールに基づき発行者が開示義務を課されることはないものと考えられる[8]。

(3) ＥＵ型の場合

EU についても、「発行者…中略…又はそのために若しくはその勘定で行動する者（an issuer …… , or a person acting on their behalf or for their account）」が、雇用（employment）、業務（profession）

[7] SEC "Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading" (August 15, 2000 Release Nos. 33-7881) (https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm)参照。

[8] SEC "Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading" (August 15, 2000 Release Nos. 33-7881)、SEC "Regulation FD" (https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/regfd-interp.htm) Question101.10 参照。

又は義務（duties）の通常の執行において（in the normal course of exercise）、選択的開示を行った場合に、開示義務を課すことと定めている（MAR17 条８項）。つまり、文言上は、「雇用、業務又は義務の通常の執行」とは無関係に、役職員が勝手に情報を漏洩したような場合には、米国と同様に、フェア・ディスクロージャー・ルールの適用対象とはならないように読めそうだ。

しかし、EU においては、そもそも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、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、禁止されていることに留意が必要であろう（MAR10 条）。

加えて、後述するように、EU の場合、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（MAR17 条１項）。例外的に、発行者の責任において開示遅延が認められるためには、当該情報の秘匿(confidentiality)を確保できることが要件とされている（MAR17 条４項）。

以上の点を踏まえると、EU の場合、本来のフェア・ディスクロージャー・ルールとは異なるコンテクストにおいてかもしれないが、（雇用、業務又は義務の通常の執行以外において）役職員が勝手に情報漏洩をしたケースであっても、やはり発行者に適時開示義務が発生する可能性があるように思われる。その意味では、米国よりも広く適時開示が要求されるものと解される。

(4) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響

タスクフォース報告は、フェア・ディスクロージャー・ルールのわが国への導入に当たって、情報提供者（伝達主体）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」、すなわち「発行者の役員のほか、従業員、使用人及び代理人のうち、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」に限定することを提言している[9]。これは、概ね、米国、EU における「発行者のために行動する者」を念頭に置いたものと考えられるだろう。

「**発行者の**…」（下線太字は筆者による）とあることから、基本的に、上場会社本体（単体）の役職員が念頭にあるものと考えられる[10]。逆に、上場会社の子会社の役職員については、上場会社本体との兼任者など特段の事情がない限り、通常、「情報を伝達する業務上の役割が想定される」ことは考えにくい。従って、フェア・ディスクロージャー・ルール上の情報提供者（伝達主体）に該当することは稀だと思われる[11]。

[9] タスクフォース報告 p. 3。
[10] なお、本稿では、便宜上、上場株式会社を念頭に置いて論じている。仮に、インサイダー取引規制と同様に、投資法人（REIT など）もフェア・ディスクロージャー・ルールの対象とされた場合には、投資法人本体のみならずその資産運用会社や特定関係法人（スポンサー）などの取扱いも問題となり得るだろう。
[11] なお、子会社に関する情報については、連結ベースで上場会社（親会社）の有価証券の価額に重要な影響を及ぼすことが考えられるため、フェア・ディスクロージャー・ルールの適用対象となり得るものと考えられる。

わが国の上場会社においては、既に、適時開示の実施（東京証券取引所有価証券上場規程 401 条など）、インサイダー取引の未然防止（同 449 条）、株主との建設的な対話（コーポレートガバナンス・コード原則 5-1 など）の観点から、情報の管理、伝達、開示等に関する体制、手続、責任者といった体制を整備していることが多いものと考えられる。

その意味では、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入されたとしても、ゼロから体制や手続を構築する必要はない上場会社が多いものと思われる。それでも、例えば、情報伝達・開示等について責任を有する者の範囲や、情報へのアクセス権の付与対象者などについて、フェア・ディスクロージャーの観点から改めて確認することも考えられるだろう。

２．情報受領者（伝達相手）　～誰に話したらダメなのか？～

(1) 情報受領者（伝達相手）を巡る問題の所在

フェア・ディスクロージャー・ルール上、選択的開示が禁止される情報受領者の範囲、すなわち、「誰に対して選択的開示を行った場合に、上場会社に開示・公表が義務付けられるのか」が重要な問題となる。

この点、米国と EU とで取扱いが異なっている。

(2) 米国型の場合　～市場関係者～

米国の場合、規制対象とな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[12]（holder of the issuer's securities）**などとされている（Regulation FD §243.100(b)）。これは、米国のフェア・ディスクロージャー・ルールは、その導入の経緯[13]などからインサイダー取引規制の補完としての性格が強く、伝達された情報に基づいて証券を取引すること、又は他の者に証券取引に関する助言とともにその情報を提供することが合理的に予期される者に規制対象を限定したものと理

[12] 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。

[13] SEC "Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading" (August 15, 2000 Release Nos. 33-7881)。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って」（『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。

解されている[14]。

(3) ＥＵ型の場合　～第三者全般～

それに対して、EU の場合、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）」（MAR 17 条８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３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。これは、EU のフェア・ディスクロージャー・ルールは、適時開示義務と関連性が強いこと（後述５）、すなわち、「未公表の重要情報を全ての人が平等に利用できる状態にしなければいけないというルールが先にあるからこそ、選択的情報開示の受領者は広く解すべき」[15]という考え方が根底にあるため、と説明されるようだ。

(4) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響

タスクフォース報告では、有価証券の売買に関与する蓋然性が高い次の者を規制対象となる情報受領者とすることを提言している[16]。

①証券会社、投資運用業者、投資顧問業者、投資法人、信用格付業者などの有価証券に係る売買や財務内容等の分析結果を第三者へ提供することを業として行う者、その役員や従業員

②発行者から得られる情報に基づいて発行者の有価証券を売買することが想定される者

これは、基本的に米国型に近いアプローチだと思われる。ただし、②において「発行者から得られる情報に基づいて発行者の有価証券を売買することが想定される者」が対象とされている点は留意が必要だろう。すなわち、理論上は、入手した情報に基づいて、当該発行者の証券保有者が保有する証券を売却するケースだけではなく、非保有者が新たに証券を購入するケースも含まれ得る記述となっている。その意味では、いわゆる政策保有株式についても、例えば、その売却を進めることや、関係強化のために買い付けることなどが想定される相手方については、理論上、②に該当し、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となり得るようにも思われる。いずれにせよ、今後、さらに検討が進められる可能性があるだろう。

---

[14] SEC “Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading” (August 15, 2000 Release Nos. 33-7881) 参照。
[15] 平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第１回）議事録、加藤委員（東京大学）発言。
[16] タスクフォース報告 p. 3。

このタスクフォース報告の提言によるアプローチを、具体的な事例に当てはめて、前記(2)(3)で見た米国型やEU型と比較してみよう。

まず、機関投資家やアナリストに対する選択的開示であれば、米国型、EU型、タスクフォース報告の提言のいずれも、原則、規制対象となる情報受領者に対する選択的開示に該当し、上場会社には開示・公表義務が生じるものと考えられる。

次に、監督官庁、取引先、従業員などに対する選択的開示の場合、米国型であれば、原則、規制対象となる情報受領者に対する選択的開示に該当せず、上場会社には開示・公表義務は生じないものと考えられる。

EU型の場合、文言上は、規制対象の情報受領者に当たるものの、通常、後述３の守秘義務等の存在が認定されるケースが多いと考えられる。そのため、最終的には、これらの者に対して選択的開示を行ったとしても、守秘義務等が遵守されている限り、フェア・ディスクロージャー・ルールに基づく開示・公表義務は生じないことが多いものと思われる。

タスクフォース報告の提言の場合、監督官庁や従業員などは、一般に、上記①②の規制対象となる情報受領者には該当しないことが多いものと思われる。しかし、例えば、主幹事証券会社であれば、上記①に該当する。また、取引先の銀行や事業会社であれば、上記①には該当しないものの、上記②（「発行者から得られる情報に基づいて発行者の有価証券を売買することが想定される者」）に該当する可能性がある。もっとも、仮に該当したとしても、主幹事証券会社の投資銀行部門の担当者[17]や、取引先の銀行や事業会社における（当該取引の）担当者であれば、通常、後述３の守秘義務等の存在が認定されるケースが多いものと考えられる。その意味では、結果的には、選択的開示を行ったとしても、フェア・ディスクロージャー・ルールに基づく開示・公表義務は生じないことが多いものと思われる。

マスメディアなどに対する選択的開示は、米国とEUとで、フェア・ディスクロージャー・ルールの対応が、理論上、異なることとなる。すなわち、マスメディアからの取材に応じて情報を伝達する行為は、米国型であれば、原則、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象とならない。

それに対して、EU型の場合、マスメディアからの取材に応じて未公表の重要な情報を選択的に伝達すれば、通常、マスメディアやジャーナリストが発行会社に対して守秘義務を負うことは考えにくいことから、フェア・ディスクロージャー・ルール上、開示・公表義務が生じるものと考えられる。

タスクフォース報告の提言の場合、米国型と同様、マスメディアなどは、一般に、上記①②の規制対象となる情報受領者には該当しないことが多いものと思われる。

マスメディアからの取材に関しては、いわゆるスクープ報道との関係が問題になる場合があるが、この点については、後述（５(4)）する。

---

[17] 同じ証券会社のアナリスト部門とは情報遮断がなされていることを前提としている。

わが国で、仮に、タスクフォース報告に沿って、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入された場合、上場会社としては、情報伝達の相手方が前記①②の規制対象者に該当するか否かの判断が、一つのポイントとなるだろう。特に「②発行者から得られる情報に基づいて発行者の有価証券を売買することが想定される者」は、外形上、必ずしも明確に判別できるとは限らないため、慎重な判断が求められるだろう。仮に、規制対象者に該当する場合には、加えて、後述３の守秘義務等の有無の確認が問題となる。

なお、情報伝達の相手方が守秘義務等に違反して情報を漏洩したケースについては、３において後述する。

３. 適用除外　～守秘義務を巡って～

(1) 守秘義務を巡る問題の所在

フェア・ディスクロージャー・ルールの規制対象となる情報受領者に該当する場合であっても、守秘義務を負う者であれば、(開示・公表義務のトリガーを引くことなく) 選択的開示を行うことが許容される。この点は、米国型でも EU 型でも同じである。ただ、その規定の仕方は、若干、異なっている。

(2) 米国型の場合

前述（２(2)）の通り、米国の場合、規制対象となる情報受領者の範囲は、<u>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</u>[18]<u>（**holder of the issuer’s securities**）</u>などとされている（Regulation FD §243.100(b)）。逆に、これらに該当しない者が情報受領者である場合、フェア・ディスクロージャー・ルールは適用されないこととなる。

加えて、これらの規制対象となる情報受領者であっても、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(b)(2)）。

①発行者に対して<u>守秘義務を負う者</u>（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、<u>明示的に合意した（**expressly agree**）者</u>に対

[18] 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。

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

このうち③は、証券法に基づく法定開示に基づく規制との棲み分けのための適用除外規定であると考えられる[19]。それ以外（①と②）は守秘義務に関わるものである。

①は、職業上、当然に守秘義務を負うと考えられる者、厳密には「信託又は信頼の義務（duty of trust or confidence）」を負う者に対する情報提供を適用除外としている。具体的には、弁護士、投資銀行家、会計士などが例示されている。

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。

②は、守秘義務について明示的に合意した者、例えば、守秘義務契約を締結した相手方などに対する情報提供を適用除外としている。

また、前記 1 (2) の通り、法令上、役員、取締役（director）、従業員、代理人が、守秘義務に違反して、未公表の重要情報を伝達したような場合は、「発行者のために行動する者」による行動とは認定されないものと定められている（Regulation FD § 243.101(c)）。

これを踏まえれば、上記の例外措置に基づいて未公表の重要情報の伝達を受けた守秘義務を負った情報受領者（一次受領者）が、守秘義務に違反して、その未公表の重要情報を他者（二次受領者）に二次伝達した場合、仮に、その伝達の事実を発行者が把握したとしても、フェア・ディスクロージャー・ルール上は、発行者には開示義務・公表義務は課されないと解されているようだ[20]。

(3) ＥＵ型の場合

EU の場合、米国と異なり、情報の受領者について制限は設けられていない。すなわち、情報受領者が誰であれ、原則として、フェア・ディスクロージャー・ルールの適用がある。

ただし、例外として、情報の受領者が、法律（law）、規則(regulation)、定款(article of

[19] SEC “Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading” (August 15, 2000 Release Nos. 33-7881) 参照。
[20] タスクフォース報告 p. 4、平成 28 年 11 月 21 日開催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」（第２回）「討議資料」p. 5。ただし、他の法令・規制等に抵触する可能性や、いわゆるスクープ報道への対応などの問題は残るものと考えられる。

association)、契約(contract)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・ルールの適用除外を認めることと定めている（MAR17 条８項）。

英国の FCA 開示透明性規則(Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook。以下、DTR）は、次の者が、通常、これに該当するとの見解を示している（DTR2.5.7）。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）
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。

なお、後述するように、EU の場合、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（MAR17 条１項）。例外的に、発行者の責任において開示遅延が認められるためには、当該情報の秘匿(confidentiality）を確保できることが要件とされている（MAR17 条４項）。

これを踏まえれば、上記の例外措置に基づいて未公表の重要情報の伝達を受けた守秘義務を負った情報受領者（一次受領者）が、守秘義務に違反して、その未公表の重要情報を他者（二次受領者）に二次伝達し、その再伝達の事実を発行者が把握した場合、米国と異なり、発行者に開示義務・公表義務が課されると解されているようだ[21]。この場合には、発行者の責任において重要な情報の開示遅延が認められるための要件（情報の秘匿）が、最早、満たされなくなっていると考えられるためである。

[21] タスクフォース報告 p. 4、平成 28 年 11 月 21 日開催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」（第２回）「討議資料」p. 5。

(4) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響

以上を整理すれば、米国の場合、職業上、当然に守秘義務を負う者と、個別に守秘義務に合意した者を適用除外の対象として定めている。他方、EU の場合、法令や契約など一定の根拠に基づいて守秘義務を負っている者を適用除外の対象として定めている。

また、守秘義務を負った者が、守秘義務に違反して情報を漏洩した場合の対応についても、米国型（原則、公表義務なし）と EU 型（原則、公表義務あり）とで異なっている。

タスクフォース報告は、わが国でフェア・ディスクロージャー・ルールを導入するに当たって、まず、規制対象となる情報受領者を市場関係者など一定の範囲に限定している（前記２(4)）。そのため、情報受領者が、市場関係者などの規制対象者に該当しない者（マスメディア、ジャーナリストなど）である場合には、そもそもフェア・ディスクロージャー・ルールの適用はない。他方で、規制対象者に該当する者であっても、次の義務を負っている場合には、（フェア・ディスクロージャー・ルールに基づく）公表を必要としないことを提言している[22]。

○第三者に伝達しない義務（守秘義務）、及び ○投資判断に利用しない義務

フェア・ディスクロージャー・ルールの適用対象となる者を、一定の範囲に制限した上で、規制対象となる情報受領者に該当する者であっても、守秘義務を負っている場合には適用除外を認めるという構造自体は、米国型と同じである。

しかし、タスクフォース報告は、適用除外が認められる場合について、米国型のような「当然に守秘義務を負う者」という建付けにはなっていない。

また、守秘義務等の根拠について、タスクフォース報告は、「例えば、銀行や投資銀行業務を営む証券会社など、法令や別途の契約などにより発行者に対して守秘義務を負う場合については、改めて守秘義務契約を書面で締結する必要はないものと考えられる」[23]との見解を示している。その意味では、EU 型のような「法令や契約など一定の根拠」に基づくという建付けとも異なっている。

次に、守秘義務を負った者が、守秘義務に違反して情報を漏洩した場合の対応について、みてみたい。タスクフォース報告は、守秘義務を負った（一次）情報受領者が、その守秘義務に違反して「上記（３）に掲げる者（筆者注：前記２(4)①②）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、本ルールに基づき発行者に情報の公表

[22] タスクフォース報告 p. 4。
[23] タスクフォース報告 p. 4 脚注 1。

を求める」[24]との方向性が示されている。前述(2)の通り、米国では、このような場合、発行者に開示義務・公表義務を課していないと解されている[25]。

これらを全体として評価すると、タスクフォース報告は、米国型、EU 型を参考にしつつも、そのどちらとも異なるアプローチを選択しているように思われる。わが国で、仮に、タスクフォース報告に沿って、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入された場合、上場会社及びその関係者は、これらの考え方を踏まえて、守秘義務等を負う者の範囲や、情報受領者が守秘義務等に違反して情報を漏洩した事実を把握した場合の対応[26]などについて、検討・確認を行っておくことが望ましいだろう。

(5) 二次伝達に関する追加的な考察

未公表の重要な情報が二次伝達された場合のフェア・ディスクロージャー・ルールの適用について、タスクフォース報告の考え方は前記(4)の通りである。すなわち、守秘義務を負った（一次）情報受領者が、その守秘義務に違反して「上記（３）に掲げる者（筆者注：前記２(4)①②）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、本ルールに基づき発行者に情報の公表を求める」[27]とされている。

ここで議論を整理するために、守秘義務を負った（一次）情報受領者が、その守秘義務に違反して情報を伝達した相手（二次受領者）の属性についてパターン分けをしてみたい。理論上は、二次受領者の属性としては、次の４パターンが考えられる。

(a) 守秘義務を負った規制対象者（一次）	⇒	守秘義務を負わない規制対象者（二次）
(b) 守秘義務を負った規制対象者（一次）	⇒	守秘義務を負った規制対象者（二次）
(c) 守秘義務を負った規制対象者（一次）	⇒	守秘義務を負わない非規制対象者（二次）
(d) 守秘義務を負った規制対象者（一次）	⇒	守秘義務を負った非規制対象者（二次）

前記のタスクフォース報告の考え方は、上記(a)のケースを想定したものである。つまり、二

24 タスクフォース報告 p. 4。
25 タスクフォース報告 p. 4、平成 28 年 11 月 21 日開催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」（第２回）「討議資料」p. 5。
26 「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」での議論を見る限り、積極的に情報漏洩経路を特定したり、守秘義務違反の有無を確認したりすることまで、発行者に要求するものではないとの考え方が有力なようである。平成 28 年 11 月 21 日開催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」（第２回）議事録、黒沼座長発言、田原企業開示課長発言、大崎委員（野村総合研究所）発言、真野委員（三井物産）発言など参照。
27 タスクフォース報告 p. 4。

次受領者が、フェア・ディスクロージャー・ルールの規制対象者（市場関係者など）に該当し、かつ、守秘義務を負わない場合には、（当該二次伝達の事実を把握した）発行者に開示義務・公表義務が課されるということである。

逆に、これ以外のケース、すなわち、上記(b)～(d)のパターンについては、タスクフォース報告は明確な説明をしていない。

まず、これらのうち(b)と(d)については、そもそも守秘義務を負う者同士における情報の二次伝達である以上、通常は、業務等の必要性に基づくものであると考えられ、情報の秘匿も基本的に維持されていると考えられる。その意味では、発行者が二次伝達の事実を把握したとしても、開示義務・公表義務は課されないと考えても問題はなさそうである。

問題は、(c)のケースである。上記タスクフォース報告の内容を、文言通り受け止めれば、この場合も発行者には（二次伝達の事実を把握したとしても）開示義務・公表義務は課されないという結論になりそうである。しかし、二次受領者が守秘義務を負っていない以上、二次伝達された未公表の重要な情報は、他の市場関係者の間で広く伝播される可能性がある。私見だが、筆者は、守秘義務を負った（一次）情報受領者が、その守秘義務に反して漏洩した相手（二次受領者）が、仮に、規制対象者に該当しなかったとしても、守秘義務を負わない場合には、本来、フェア・ディスクロージャー・ルールを適用し、原則、発行者に開示義務・公表義務を課すべきであろうと考える。そのように解さなければ、「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」[28]というフェア・ディスクロージャー・ルールの趣旨が没却されると考えられるからである。少なくとも、いわゆるスクープ報道などにつながった場合には、適切な情報開示等の対応がなされることが望まれる（後述５(4)）。

なお、これと裏返しのパターン、すなわち、フェア・ディスクロージャー・ルールの規制対象者に該当しない（一次）情報受領者（マスメディア、ジャーナリストなど）が、規制対象者（市場関係者など）に二次伝達した場合（非規制対象者（一次）　⇒　規制対象者（二次）のケース）についても、発行者に開示義務・公表義務が課されるのか、という問題が生じ得る。

この点についても、タスクフォース報告は明確な説明をしていない。ただ、上記タスクフォース報告の内容を、あくまでも守秘義務を負ったフェア・ディスクロージャー・ルールの規制対象者（一次）から伝達を受けた二次受領者が、やはり規制対象者に該当し、かつ、守秘義務を負わない場合（規制対象者（一次）　⇒　規制対象者（二次）のケース）にのみ、（当該二次伝達の事実を把握した）発行者に開示義務・公表義務を課す趣旨だと考えれば、このケース（非規制対象者（一次）　⇒　規制対象者（二次）のケース）について、発行者には（二次伝達の事実を把握したとしても）開示義務・公表義務は課されないという結論になりそうである。

私見だが、フェア・ディスクロージャー・ルールについて、規制対象となる情報受領者と規制対象とならない情報受領者を区分するというアプローチ（米国型）を採用する以上、そもそも規制対象者に該当しない者（マスメディア、ジャーナリストなど）の行動（情報受領、二次

---

[28] タスクフォース報告 p. 4。

伝達）には、最初からフェア・ディスクロージャー・ルールの適用はなく、原則、発行者に開示義務・公表義務は課されないと考えることに、一定の合理性があるものと思われる。ただし、例えば、脱法を意図して迂回的に情報伝達をするようなことは、許されるべきではないだろう[29]。また、いわゆるスクープ報道などにつながった場合には、適切な情報開示等の対応がなされることが望まれる（後述５(4)）。

４．対象となる重要な情報　～何を話したらダメなのか？～

(1)「重要な情報」を巡る問題の所在

フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報が何か、も重要な論点の一つである。もっとも、わが国の場合、米国や EU とは異なる特殊な事情を抱えている。

(2) 米国型の場合

米国において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）。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」[30]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[31]。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）

[29] インサイダー取引規制について、「行為者が自己と会社関係者との間に故意に人を介在させた場合には、行為者本人を情報受領者と認定できる」（黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣、2016 年）p. 416）、「第１次の情報受領者は、必ずしも会社関係者または元会社関係者から、物理的な意味で直接に、重要事実を聞かされた者等には限られない」（木目田裕・上島正道監修、西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編『インサイダー取引規制の実務〔第２版〕』（商事法務、2014 年）p. 86）と解されていることが参考となるだろう。
[30] SEC "Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading"（August 15, 2000 Release Nos. 33-7881）。
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）。
[31] SEC "Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading"（August 15, 2000 Release Nos. 33-7881）。

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)）

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）

(3) ＥＵ型の場合

EU の場合、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確定的な情報（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（MAR 7 条 1 項(a)）。

ここでいう「確定的な情報（information of a precise nature）」については、ある情報が、「それが存在（exists）する、若しくは、存在するようになることが合理的に（reasonably）期待される一連の事情（circumstances）、又は、それが発生（occur）した、若しくは、発生することが合理的に期待される出来事（event）を示すものであって、当該一連の事情又は出来事が金融商品の価格…中略…に及ぼし得る影響について結論を導き出すに足りる程度に確実（specific）なもの」である場合に、「確定的（precise nature）」だとされている（MAR 7 条 2 項）。ただ、具体的にどのような情報が該当するのかについては明示されていない[32]。

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[33]（DTR2.2.6）。ただし、これに限定されるわけではない。

---

[32] 改正前の旧市場阻害行為指令（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”）の下での「内部情報」の例示については、平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第 1 回）「事務局説明資料」p. 12 参照。

[33] 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）

(4)わが国における特殊な事情

米国も EU も、細かい文言上の相違点はあるものの、①インサイダー取引規制の対象となる情報と基本的に同じであり、②個々具体的な内容の列挙はなく、わが国におけるいわゆるバスケット条項（包括規定）に相当する規定のみが設けられているという点では、共通している。

わが国において、フェア・ディスクロージャー・ルールを導入する場合も、対象となる情報の範囲をどのように定めるか、が重要な論点となる。ただ、わが国の場合、米国や EU とは異なる特殊な事情を抱えている。すなわち、投資者の投資判断に影響を及ぼすと考えられる情報について、情報伝達・受領・管理を巡る各種の規制であるインサイダー取引規制、適時開示制度、法人関係情報規制、アナリスト規制のそれぞれが異なる規制を設けているのである。その概略をまとめると次のようになるだろう。

	規制対象情報	規制対象主体	規制内容	根拠規定
インサイダー取引規制（重要事実、公開買付等事実）（注１）	①決定事実（注２） ②発生事実（注２） ③業績の修正（注２） ④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って投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの（バスケット条項） （①～④を総称して重要事実） ⑤公開買付等事実	上場会社の会社関係者 公開買付者等関係者	①未公表の重要事実を知った会社関係者（及び第一次情報受領者）による特定有価証券等に係る売買等を禁止 ②未公表の公開買付等事実を知った公開買付者等関係者（及び第一次情報受領者）による当該公開買付け等に係る株券等の買付け等（実施の場合）／売付け等（中止の場合）を禁止 ③会社関係者／公開買付者等関係者（第	金融商品取引法 166 条 2 項、167 条 2 項など

			一次情報受領者は含まない）が、他人に利益を得させ、損失の発生を回避させる目的で、重要事実／公開買付等事実を伝達する行為等を禁止	
適時開示制度	①決定事実（注２） ②発生事実（注２） ③業績の修正（注２） ④上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事項／事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものの決定／発生（バスケット条項）	上場会社	直ちにその内容を開示	東京証券取引所有価証券上場規程 401 条、402 条、403 条、404 条など
法人関係情報規制	①上場会社等の運営、業務又は財産に関する未公表の重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもの（包括条項） ②公開買付け、これに準ずる株券等の買集め及び公開買付けの実施又は中止の決定に係る未公表の情報	金融商品取引業者等	①法人関係情報を提供して勧誘する行為の禁止 ②法人関係情報の公表前に売買等をさせることにより顧客に利益を得させ、損失の発生を回避させる目的をもって、勧誘する行為の禁止 ③募集に伴う需給調査に当たって、所要の措置を講じることなく、調査対象者等に法人関係情報を提供する行為の禁止 ④法人関係情報に基づく自己の計算による有価証券の売買等の禁止 ⑤法人関係情報の管理などの整備	金融商品取引業等に関する内閣府令 1 条 14 号、117 条 1 項 14 号、14 号の 2、15 号、16 号、123 条 1 項 5 号など
アナリスト規制（重要情報）	①アナリストが担当会社及び社内の他部門等から入手した情報、又は審査担当者がアナリスト・レポートの審査に当たり入手した情報であって次に掲げるもの イ　法人関係情報 ロ　イ以外の未公表情報であって投資者の投資判断に重大な影響を及ぼす	日本証券業協会の協会員（証券会社等）のアナリスト（いわゆるセルサイドアナリスト）	①アナリストの取材等に対する規制（未公表の決算期の業績に関する情報などの取材等を禁止） ②未公表情報の適切な管理 ③アナリスト・レポートに関する規制（法人関係情報又は将来法人関係情報になる蓋然性が高い情報に基づく分析、評	日本証券業協会「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」 アナリスト取材等ガイドライン

	と考えられるもの ②公表等前のアナリスト・レポートの内容等であって投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすと考えられるもの ③協会員がアナリスト・レポートの公表等を制限した場合における当該制限を行ったこと		価等の記載の禁止など） ④重要情報の特定の投資者等に対する選択的な伝達の禁止など	

（注１）上場投資法人等に関する規制は、ここでは考慮していない。
（注２）同じ決定事実／発生事実／業績の修正であっても、インサイダー取引規制と適時開示制度とでは、その具体的な内容は同じではない。
（出所）法令、東京証券取引所規則、日本証券業協会規則・ガイドラインを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

これらの現行の各種規制を踏まえて、フェア・ディスクロージャーTF の委員の間でも、対象とすべき情報の範囲について、（インサイダー取引規制上の）重要事実を基準にすべき[34]、重要事実よりは広くすべき[35]、適時開示制度を出発点として拡大すべき[36]、法人関係情報を基準にすべき[37]、アナリスト取材等ガイドラインと整合的に整理すべき[38]、などの多様な意見が示されたようだ。

確かに、インサイダー取引規制や適時開示制度を基準とするのであれば、上場会社にとって、既に馴染みのある概念であり、フェア・ディスクロージャー・ルールの受入れを円滑に進めることができるものと思われる。その一方で、フェア・ディスクロージャー・ルールに基づいて上場会社がコントロールすべき情報と、金融商品取引法（及びその関連法令）やアナリスト取材等ガイドラインに基づいて金融商品取引業者がコントロールすべき情報の間で齟齬が生じる可能性が生じることとなる。

他方、法人関係情報や（アナリスト規制上の）重要情報を基準とする場合、一般の事業会社にとってはこれまで馴染みのない概念であることから、フェア・ディスクロージャー・ルールへの対応が難しくなる可能性があるものと思われる。

いずれにせよ、情報伝達・受領・管理を巡る各種の規制の整合性と、実務的な対応のバランスが難しい問題であると言えるだろう。

---

[34] 平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第１回）議事録、三瓶委員（フィデリティ投信）発言。
[35] 平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第１回）議事録、大崎委員、神作委員（東京大学）発言。
[36] 平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第１回）議事録、加藤委員発言。
[37] 平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第１回）議事録、柳澤委員（東京海上アセットマネジメント）発言。
[38] 平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第１回）議事録、寺口委員（日本証券業協会、野村證券）発言。

(5) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響

タスクフォース報告は、前記(4)の各種の規制のうち、インサイダー取引規制をベースとした上で、それを拡張する方向性が示されている。すなわち、「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、発行者又は金融商品に関係す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」[39]が提言されているのである。

ここで「確定的な情報」という言葉が出てくるが、これは前記(3)の EU の規制（information of a precise nature）を踏まえたものと思われる。その意味で、EU における判断基準（ある事象の存在・発生と、その金融商品の価格に及ぼす影響についての確実性・具体性）が、わが国のフェア・ディスクロージャー・ルールにおいても参考にされる可能性はあるだろう。

フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる具体的な情報については、タスクフォース報告書は明記していないが、例えば、次のような方向性、考え方を示している。

「例えば、公表直前の決算情報であれば、**<u>機関決定に至っていない情報</u>**や**<u>軽微基準の範囲を超えない情報</u>**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」 「**<u>工場見学や事業別説明会で提供されるような情報</u>**など、他の情報と組み合わさ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、直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報（**<u>いわゆるモザイク情報</u>**）は、本ルールの対象外とする」

（出所）タスクフォース報告 pp. 2-3。なお、下線太字は筆者による。

なお、タスクフォース報告では言及されていないが、フェア・ディスクロージャー・ルールの議論やアナリスト取材等ガイドライン導入の契機の一つとなった「近年の証券会社への行政処分の原因となった事例」[40]を踏まえると、通期のみならず、四半期の決算情報についても対象とされることも想定されるだろう[41]。

わが国で、仮に、タスクフォース報告に沿って、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入された場合、対象となる情報の範囲につき、インサイダー取引規制がベースとなることで、上場会社にとっては、これまでに構築した情報管理体制の延長線上で、比較的受け入れやすいルールとなることが期待される。

---

[39] タスクフォース報告 p. 3。なお、12 月 2 日の報告案では「重要な影響を及ぼす可能性」とされていた。「可能性」では、わずかでも実現可能性があれば該当してしまうとの指摘を受け、修文されたようだ。
[40] タスクフォース報告 p. 2。詳細は、下記金融庁ウェブサイトなど参照。
http://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20151215-1.html
http://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20160425-1.html
[41] 一般に、インサイダー取引規制上の重要事実の一つである決算情報は、「通期ベースの予想値に限られる」（木目田裕・上島正道監修、西村あさひ法律事務所・危機管理グループ『インサイダー取引規制の実務〔第 2 版〕』（商事法務、2014 年）p. 234）と解されている。

その一方で、前述の通り、機関投資家や証券会社（セルサイド・アナリストを含む）などが管理すべき法人関係情報などとの間で、コントロールすべき情報の範囲で齟齬を生じる可能性は残ることとなるだろう。その結果、上場会社においては、伝達した情報がフェア・ディスクロージャー・ルールの対象とならないとの判断の下、開示・公表が行われず、機関投資家や証券会社などにおいては、受領した情報が法人関係情報などに該当するとの判断の下、投資運用活動や情報発信活動に支障をきたすといった事態が起こることが危惧されるのである。

もっとも、その点はタスクフォース報告も理解しているものと思われる。つまり、タスクフォース報告は、フェア・ディスクロージャー・ルールの適用に際して、「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本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し、本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」ことを通じて、「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」と提言している[42]。

タスクフォース報告が想定しているように、上場会社と投資家が「建設的な対話」を通じて、ベストプラクティスを確立していくことを期待したい[43]。

５．適時開示との関係　～フェア・ディスクロージャーは、適時開示実務に影響を及ぼすか？～

(1) 適時開示を巡る問題の所在

適時開示規制との関係は、米国と EU のフェア・ディスクロージャー・ルールの特に大きな相違点となっている。

わが国にフェア・ディスクロージャー・ルールを導入するに当たっても、適時開示との関係をどのように整理するかは、前述した規制対象の情報の範囲や後述する公表手続とも関係して大きな問題であると考えられる。加えて、わが国では、既に適時開示規制が取引所規則として設けられている（東証有価証券上場規程 401 条など）。その結果、後述する「法令か、自主規制か」という論点も関連するため、さらに問題が複雑である。

---

[42] タスクフォース報告 p. 2。

[43] 本文記載の論点のほかにも、インサイダー取引規制の重要事実に該当するか否か、適時開示制度上の開示事項に該当するか否かを巡って、上場会社と投資家の間に見解の相違がある場合などについても、情報受領者である投資家が対話を通じて「発行者に対して注意喚起できる」ことは意義があるだろう。

(2) ＥＵ型の場合　～フェア・ディスクロージャーは適時開示規制の一環～

EU のフェア・ディスクロージャー・ルールの大きな特徴は、適時開示規制との関連性が強いことである。すなわち、EU では、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（MAR17 条１項）。

もっとも、これを杓子定規に適用すると企業活動が大いに阻害される可能性がある。そのため、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ものと定められている（MAR17 条４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（is not 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 exercise）行われる場合を除き、禁止されている（MAR10 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のである（フェア・ディスクロージャー・ルール。MAR17 条８項）。

つまり、EU におけるフェア・ディスクロージャー・ルールは、適時開示規制（重要な事実は全て開示しなさい）の例外である開示遅延措置（一定の場合は開示しなくてもよい）のそのまた例外（選択的開示をした以上、開示遅延は認めない）と位置付けることができるだろう。

なお、米国のフェア・ディスクロージャー・ルールは、特に、適時開示規制と結び付けられていない。すなわち、発行者は、選択的開示さえ行わなければ、その情報を適時開示する義務は（フェア・ディスクロージャー・ルールとしては）要求されていない（いわゆるスクープ報道については後述(4)）。

(3) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響

～適時開示制度との連動と適用のタイミングの問題～

タスクフォース報告には、「発行者側の情報開示ルールを整備・明確化」[44]、「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」[45]など、上場会社に対して、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入された後も、積極的な情報開示を求めているものの、導入するフェア・ディスクロージャー・ルールと適時開示制度との関係についての明確な記述はない。その意味では、形の上では、適時開示制度と直接結び付かない米国型のルールを想定しているようにも見える。しかし、前述３(4)のように、情報受領者が守秘義務に違反して「上記（３）に掲げる者（筆者注：前記２(4)①②）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、本ルールに基づき発行者に情報の公表を求める」[46]点では、実態として、適時開示制度と連動した EU 型の仕組みを、一部、取り入れているようにも見える。

仮に、米国のように適時開示規制を伴わない形でフェア・ディスクロージャー・ルールを導入した場合、上場会社は、投資者・株主との対話やアナリストに対する情報発信に消極的になることが危惧される。情報を社外に流出させないことが、フェア・ディスクロージャー・ルールに抵触しない近道だと判断される可能性があるためである。

他方、EU のように適時開示規制を伴う形でフェア・ディスクロージャー・ルールを導入する場合、適時開示のタイミングについても併せて検討することが求められるものと思われる。つまり、前述の通り、EU のフェア・ディスクロージャー・ルールは、適時開示制度の開示遅延措置と表裏一体の関係にあることから、その発動するタイミングは、本来、適時開示が要求されるタイミングと連動（一致）するはずだからである。

ところで、わが国の現状の下では、フェア・ディスクロージャー・ルールが発動するタイミングに関して難しい問題がある。例えば、上場会社が、何らかのコーポレート・アクションを「決定」したという情報の場合、実務上の適時開示がなされるべきタイミングと、判例上のインサイダー取引規制における「機関決定」のタイミングに、ずれが生じている。こうした適時開示制度とインサイダー取引規制のずれの間で、フェア・ディスクロージャー・ルールが発動するタイミングをどのように考えるべきか、という問題があるのだ。

まず、わが国の適時開示の実務では、例えば、取締役会決議事項であれば、取締役会決議後に適時開示が行われることが多いものと考えられる[47]。

---

[44] タスクフォース報告 p. 2。
[45] タスクフォース報告 p. 3。
[46] タスクフォース報告 p. 4。
[47] 株式会社東京証券取引所上場部『東京証券取引所会社情報適時開示ガイドブック 2015 年 6 月版』p. 51。もっとも、本来は「決定事実について実際に開示すべき時期は、取締役会決議などの形式的な側面にとらわれることなく、実態的に判断することが求められ、一般に、業務執行を実質的に決定する機関において当該事実を実行することを事実上決定した段階で開示をすることが必要となります（業務執行決定機関とは、会社法上の最終決定権限を有する機関を指すものではありません。）」（同）との見解を東証は示している。その意味では、イ

他方、インサイダー取引規制においては、例えば、いわゆる日本織物工業事件の最高裁判所判決（平成 11 年 6 月 10 日最高裁判所判決（刑集 53 巻 5 号 415 頁））では、「株式の発行」の「決定」とは、法定の決定権限のある機関に限らず「実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関」において、「株式の発行それ自体や株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいう」としている。また、いわゆる村上ファンド事件の最高裁判所決定（平成 23 年 6 月 6 日最高裁判所決定（刑集 65 巻 4 号 385 頁））[48]では、「公開買付け等を行うことについての決定」につき、「公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しない」としている。これに従えば、実務上の適時開示のタイミングよりも、かなり前倒しした時期にインサイダー取引規制上の「機関決定」が行われていると判断されることも多いものと考えられる。

タスクフォース報告は、フェア・ディスクロージャー・ルールが発動するタイミングをどのように考えるべきか、について必ずしも明確な基準を示していない。ただ、タスクフォース報告が想定しているフェア・ディスクロージャー・ルールについてみると、規制対象とすべき「重要な情報」を、前述 4 (5) の通り、「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、発行者又は金融商品に関係す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」[49]としている。つまり、インサイダー取引規制上の重要事実・公開買付け等事実を基本に、これを一部拡大したものをフェア・ディスクロージャー・ルールの対象とするというスタンスだと理解される。これを前提とすれば、少なくともインサイダー取引規制上の重要事実・公開買付け等事実に該当する情報については、インサイダー取引規制と同じタイミングで、フェア・ディスクロージャー・ルールのトリガーが引かれると考えるのが、論理的・整合的であるように思われる。

インサイダー取引規制上、「機関決定」が行われていると判断される以上、既に投資者の投資判断に影響を及ぼすような決定事実が存在しているとも考えられる。その意味では、インサイダー取引規制上の「機関決定」の時点で、既にフェア・ディスクロージャー・ルールに基づいて選択的な提供・伝達が規制されるべき状態にあるとするのは、考え方としても合理的である。

他方、タスクフォース報告は、「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…中略…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、こうした情報を全て対象から外してよいかという問題がある」[50]ともしている。これは、決算情報に関しては、インサイダー取引規制上の機関決定よりも、さらに前倒しして

ンサイダー取引規制において「決定」が認定される時期に接近したタイミングが想定されているとも考えられる。

[48] 拙稿「インサイダー取引規制における『決定』と実現可能性」（2011 年 6 月 16 日付レポート）も参照（http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/11061601securities.html）。

[49] タスクフォース報告 p. 3。なお、12 月 2 日の報告案では「重要な影響を及ぼす可能性」とされていた。「可能性」では、わずかでも実現可能性があれば該当してしまうとの指摘を受け、修文されたようだ。

[50] タスクフォース報告 p. 2。

フェア･ディスクロージャー･ルールが適用される余地があることを意味するものと思われる。

確かに、決算情報については、その性質上、｢機関決定｣の持つ意味は、決定事実と比較して、それほど大きくないとも考えられる。仮に「機関決定」の前であっても、決算情報として算出された数値が「確定的」（前記４(3)参照）といえるのであれば、投資者の投資判断に影響を及ぼす重要な情報に該当し、フェア･ディスクロージャー･ルールが適用されるべきというのは、考え方として理解できる。

このように、タスクフォース報告の考え方を踏まえれば、フェア・ディスクロージャー・ルールは、インサイダー取引規制上の「機関決定」と同じタイミング、あるいはそれよりも前倒しして適用される可能性が指摘できる。それだけに、フェア・ディスクロージャー・ルールへの実務対応に当たっては、規制対象となる情報の範囲だけではなく、その適用されるタイミングについても、慎重な検討が望まれるだろう。

(4) いわゆるスクープ報道との関係

ここで、フェア・ディスクロージャー・ルールそのものではないが、いわゆるスクープ報道と適時開示の関係について、簡単に整理しておきたい。

前述２(2)の通り、米国の場合、マスメディアは、フェア・ディスクロージャー・ルールの規制対象となる情報受領者に含まれていない。すなわち、上場会社が、マスメディアに対して未公表の重要な情報を伝達したとしても、フェア・ディスクロージャー・ルールに基づく開示・公表義務は生じない。

もっとも、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[51]。これに従えば、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、フェア・ディスクロージャー・ルールに直接、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[52]。

他方、EU の場合、マスメディアも、フェア・ディスクロージャー・ルールの規制対象となる情報受領者に含まれると解されている。すなわち、上場会社が、マスメディアに対して未公表

---

[51] 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。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）。

[52] 米国におけるスクープ報道では、｢匿名を条件に語った○○の関係者によると｣｢○○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。

の重要な情報を伝達した場合、原則、フェア・ディスクロージャー・ルールに基づく開示・公表義務が生じることとなる。

そうした事情もあって、EU では、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４(3)）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[53]。

わが国でも、東京証券取引所が、2014 年に「不明確な情報等に関する注意喚起」制度を導入した際に、いわゆるスクープ報道があった場合の上場会社の適時開示のあり方が議論されたことがある[54]。タスクフォース報告では、この問題についての言及はないが、どのような形であれ、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入される以上、それと整合性のとれた適時開示が求められるのは当然のことだろう。今後、いわゆるスクープ報道があった場合の上場会社の適時開示のあり方が、改めて問題になることもあり得る。

前述（３(5)）のように、守秘義務を負った（一次）受領者が、その守秘義務に違反して、フェア・ディスクロージャー・ルールの規制対象者以外の者（マスメディア、ジャーナリストなど）に二次伝達した場合には、（フェア・ディスクロージャー・ルール上は）発行者に開示義務・公表義務が課されないと解される。その意味では、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入されても、いわゆるスクープ報道などを通じて、不明確な情報が流布して市場が混乱するリスクが減少するとは考えにくい。上場会社には、これまで以上に、適時、適切な情報開示等を行うことが望まれる。

６．公表方法　～ウェブ公表は是か、非か？～

(1) 公表方法を巡る問題の所在

フェア・ディスクロージャー・ルールは、選択的開示を行った者を単純に制裁・処罰するというルールではない。仮に、選択的開示を行ったとしても、その上場会社に要求されるのは、意図的な選択的開示であれば同時に、意図せざる選択的開示であれば速やかに、その情報の公

[53] 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 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 年度版』（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。
[54] 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）参照。

表手続を行うことだけである。そうした開示・公表義務に反した場合に、初めて制裁・処罰が問題となるのである。

その意味で、上場会社によるフェア・ディスクロージャー・ルールへの対応上、要求される公表手続の内容が重要な意味を持つこととなる。特に、自社ウェブサイト上での開示・公表の可否が一つの論点となっている。

(2) 米国型の場合

フェア・ディスクロージャー・ルールの下では、未公表の重要な情報を選択的に提供・伝達した場合、それが意図的であれば（その選択的開示と）**「同時に（simultaneously）」**、意図せざる場合であれば**「速やかに（promptly）」**、**「公表（public disclosure）」**の手続をとることが求められる。この点は、米国型でも EU 型でも基本的に同じである。

具体的な「公表」の手続について、米国の場合、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 notice 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[55]。

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[56]。

(3) ＥＵ型の場合

EU の場合、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

[55] SEC “Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading”（August 15, 2000 Release Nos. 33-7881）。
[56] 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。

づいて、当局により指定された開示システム[57]を用いて行うこととされている[58]（MAR 17 条 1 項）。

もっとも、当局により指定された開示システムの利用は、あくまでも「可能であれば（where applicable）」とされており、実際には自社ウェブサイトでの公表も認められる国もあるようだ[59]。

(4) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響

わが国においてフェア・ディスクロージャー・ルールを導入する場合、選択的開示が行われた場合の「公表」手続をどのようなものにするか、が問題となる。例えば、現行の会社関係者によるインサイダー取引規制の場合、「公表」手続は、次のいずれかとされている（金融商品取引法 166 条４項、金融商品取引法施行令 30 条）。

①会社の代表取締役・代表執行役・その委任を受けた者（注１）が、重要事実を所定の報道機関２以上に対して公開してから 12 時間が経過したこと

②上場会社等が、取引所の規則で定めるところにより、重要事実を取引所に通知し、その取引所において電子的に公衆縦覧に供されること（注２）

③重要事実に関する事項が記載された有価証券報告書、臨時報告書などが公衆縦覧に供されること

（注１）子会社に関する一定の重要事実については、子会社の代表取締役などでも可。
（注２）特定投資家向け有価証券の場合、いわゆるプロ向け市場を開設する取引所の規則に従い、重要事実を取引所に通知し、その取引所において英文により電子的に公衆縦覧されることも「公表」と認められる。

しかし、これをそのままフェア・ディスクロージャー・ルール上の「公表」手続とすることに対しては、「あまり厳格な方法は適切ではない」[60]との批判がある。

これを踏まえて、タスクフォース報告では、TDnet（適時開示。上記②に相当）や EDINET（法定開示。上記③に相当）による開示手続に加えて、「発行者のホームページによる公表を認める

---

57 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。
58 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 委員会が、別途、細則（implementing technical standards）を定めるものとされている（MAR 17 条 10 項）。
59 平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第 1 回）「事務局説明資料」p. 11、平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第 1 回）議事録、田原企業開示課長発言など参照。
60 平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第 1 回）議事録、加藤委員発言。

ことが適当」としている[61]。

わが国で、仮に、タスクフォース報告に沿って、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入された場合、自社ウェブサイトを利用した公表手続が認められることで、上場会社としては対応が容易になるものと考えられる。

他方、ウェブサイトの掲載情報は、比較的、容易に更新・改変され得ることから、事後的に、どの情報が、どのタイミングで公表されていたかを検証するための方法についても、併せて検討する必要があるかもしれない。

また、タスクフォース報告では、インサイダー取引規制上の公表手続については、見直しを想定していないように読める。仮に、この理解が正しいとすれば、重要事実・公開買付け等事実に該当する情報の場合、自社ウェブサイトに掲載したとしても、フェア・ディスクロージャー・ルール上は「公表」になっても、インサイダー取引規制上は「未公表」のままという事態に陥ることとなる。少なくとも、重要事実・公開買付け等事実（あるいは、これらに該当するおそれがある事実）が問題となる場合には、自社ウェブサイトによる公表に加えて、インサイダー取引規制上の公表手続も並行して実施することが望まれるだろう。

７. 規制の枠組み　～法令か、自主規制か？～

(1) 規制の枠組みを巡る問題の所在

米国、EU ともにフェア・ディスクロージャー・ルールは、法令上の規制として導入されている。これを踏まえると、わが国においてフェア・ディスクロージャー・ルールを導入する場合も、金融商品取引法及びその関連法令を改正し、法令上の規制として導入するのが素直だとも考えられる。

その一方で、わが国では適時開示規制が取引所規則として設けられていることを踏まえれば、仮に、EU のように適時開示規制を伴う形でフェア・ディスクロージャー・ルールを導入する場合、取引所規則（自主規制）として導入することも考えられる[62]。

規制の枠組み（法令による規制か、自主規制か）による違いは、違反者に対するエンフォースメントなどに現れることとなる。例えば、違反者に対する制裁という観点では、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。他方、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

[61] タスクフォース報告 p. 4。なお、平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第 1 回）議事録、大崎委員発言、三瓶委員発言、康委員（モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント）発言、柳澤委員発言、真野委員発言、奥野委員（農林中金バリューインベストメンツ）発言なども参照。

[62] 平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第 1 回）議事録、神作委員発言参照。

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ろう[63]。また、違反者に対する調査という観点では、法令違反については、強制調査権限を有する金融当局や司法当局が実行することとなる。それに対して、自主規制違反であれば、強制調査権限を持たない民間機関である取引所（やその自主規制法人）が、関係者の協力を得ながら進めることとなる。その他、理念的には、法令による規制の場合、画一的な運用になるのに対して、自主規制の場合、例えば、ソフト・ローに基づく「コンプライ・オア・エクスプレイン」[64]など、柔軟な運用が可能であると言われている。

以上を踏まえれば、フェア・ディスクロージャー・ルールを、法令による規制として導入する場合、規制の実効性を確保するという点では有効だと考えられる。その一方で、刑事罰や強制調査権限を含む厳格さや、予想される運用の画一性を念頭に置くと、上場会社の行動を委縮させることが危惧される。

それに対して、自主規制として導入するのであれば、比較的、柔軟な運用が可能であることから、上場会社の行動をあまり委縮させることなく、フェア・ディスクロージャーのベストプラクティスを普及させやすいものと考えられる。他方、上場会社に対する強制力が弱いことから、規制の実効性をどのようにして確保するかが問題となるように思われる。

(2) タスクフォース報告とわが国への導入に当たって想定される影響

タスクフォース報告では、この問題（法令か、自主規制か）について明確な言及はないが、法令による規制を念頭に置いているように思われる。すなわち、フェア・ディスクロージャー・ルールに抵触した場合の対応について、「発行者に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って、本ルールの実効性を確保する」[65]と当局の関与を想定した運用・エンフォースメントを予定しているのである。

わが国で、仮に、タスクフォース報告に沿って、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入された場合、法令に基づく規制として整備されることでエンフォースメントの実効性が、一定程度、確保されることが期待される。同時に、上場会社の自主的な対応（開示・公表）を促すことから始め、段階的に、行政的な指示・命令などにレベルを上げていくという運用を行うことで、過度に上場会社の行動を委縮させない配慮がなされるものと思われる。

なお、ここでいう「行政的な指示・命令」とは、上場会社に対して所要の開示・公表を行うことを求める「指示・命令」を意図したものと考えられる。「課徴金納付命令」は想定されてい

[63] これらのうち、改善報告書は、違反者を是正・更生するもの、公表措置は、違反者の存在を一般投資者に対して注意喚起するものとしての性格が強い。その意味で、単なる違反者に対する制裁と位置づけることは、必ずしも妥当ではないかもしれない。
[64] 例えば、取引所規則に基づくコーポレートガバナンス・コードが、これに該当する。
[65] タスクフォース報告 p. 3。

ないものと思われる。ただし、当局から「指示・命令」があったにもかかわらず、なお所要の開示・公表を拒むような場合には、「指示・命令」違反として一定の罰則の対象となることは考えられる[66]。

８．上場会社と株主・投資者の間の「対話」との関係について

(1)「対話」を巡る問題の所在

最後に、日本版スチュワードシップ・コード（以下、SS コード）やコーポレートガバナンス・コード（以下、CG コード）に基づく、上場会社と投資者・株主の間の「対話」と、フェア・ディスクロージャー・ルールの関係について、私見を述べてみたい。

SS コードは、同コードを受け入れた機関投資家に対して、「投資先企業との『目的を持った対話』を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべき」としている（SS コード原則４）。CG コードも、上場会社に対して「その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会以外の場においても、株主との間で建設的な対話を行うべき」としている（CG コード基本原則５）。

フェア・ディスクロージャー・ルールの導入は、上場会社による選択的な情報伝達が規制されることから、SS コードや CG コードが進めようとしている上場会社と投資者・株主との「対話」を阻害し、委縮させるのではないか、との懸念が示されることがある。

それに対して、そもそも SS コードが求める「対話」は、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的」（SS コード指針 4-1）とするものである以上、「未公表の重要事実を受領することなく、公開された情報をもとに、投資先企業との建設的な『目的を持った対話』を行うことが可能」（SS コード指針 4-3）であり、「未公表の重要事実を受領することについては、基本的に慎重に考えるべき」（同前）との反論もある[67]。この考え方は、「株主との建設的な対話を促進するための方針」に「対話に際してのインサイダー情報の管理に関する方策」を記載することを求める CG コード（補充原則 5-1②(v)）についても妥当するものと考えられる[68]。

他方、実際の「対話」の現場では、例えば、中長期に関する議論する前提として現状についての認識を共有する必要があるケースなど、「どこまで話してよいのか」が問題となる局面も多いと聞く。また、CG コードがあるため、渋々、株主との「建設的な対話」に応じているものの、

[66] 平成 28 年 12 月 2 日開催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」（第３回）議事録、田原企業開示課長発言参照。
[67] 平成 28 年 11 月 21 日開催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」（第２回）三瓶委員提出資料 p. 1 も同趣旨ではないかと思われる。
[68] 油布志行・渡邉浩司・髙田洋輔・浜田宰「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説［Ⅳ・完］」（『商事法務』No. 2065（2015 年 4 月 15 日号））p. 54 参照。

本心では応じたくないと考えている経営者によって、対話を拒絶する絶好の口実としてフェア・ディスクロージャー・ルールが使われることを危惧する声もあるようだ[69]。

(2) タスクフォース報告と若干のコメント

タスクフォース報告は、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入について、上場会社による「情報開示」や「対話」を阻害するものではなく、むしろ、促進するものとして位置付けている。

筆者も、フェア・ディスクロージャー・ルールが規制しようとする株価にセンシティブな情報と、中長期的な視点からの「建設的な対話」において取り上げるべき情報とは、本来、別物だと考えている。また、フェア・ディスクロージャー・ルールを言い訳として、情報開示を後退させることは、理念的には、CG コードの諸原則（例えば、「法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべき」とする基本原則３など）に反する行為であり、合理的なエクスプレイン（説明）が要求されるものだと考えている。

しかし、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入に対して、「対話」の現場における実務上の対応について戸惑いの声や、上場会社が過度にディフェンシブな行動をとることを危惧する声があることもよく理解できる。

このような点について、タスクフォース報告は、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入に当たって「ルールの趣旨について関係者への啓発活動を行うなど、発行者による早期の情報開示を促進し、ひいては発行者と投資家との建設的な対話を促進するとの意義が果たされるような環境整備を行っていくことが重要である」[70]としている。

こうした考え方を踏まえて、上場会社及び投資者・株主の双方が、過度にディフェンシブな行動をとる必要がないように、実務に配慮した制度設計、運用がなされることを期待したい。例えば、違反に該当する事例（該当しない事例）をガイドライン等によって例示することも、関係者の理解を深める上では有効かもしれない[71]。ただし、ガイドライン等は、あくまでも指針や例示であって、規制の適用範囲（例えば、適用対象となる情報の範囲）を形式的に画する性質のものではない。安易に形式基準に依存することは、逆に、フェア・ディスクロージャー・ルールの趣旨に反する対応を招きかねないことを肝に銘じるべきだろう。

上場会社と株主・投資者との「対話」に関連して、フェア・ディスクロージャー・ルールが

---

[69] 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（前　大阪ガス）、熊谷委員（みずほ証券）発言など参照（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/gijiroku/20160219.html）。

[70] タスクフォース報告 p. 4。

[71] 平成 28 年 10 月 21 日開催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」（第１回）議事録、康委員発言、神山委員（東レ）発言など参照。

導入されると、株主・投資者（特に、アナリストや機関投資家）が事前に情報を入手しにくくなり、その結果、株価が短期的に変動しやすくなり、市場における公正・円滑な価格形成に悪影響が及ぶとの批判を目にすることがある。

仮に、そうした事象が起きるとしても、その原因が、(a)アナリストや機関投資家が（選択的開示を通じて）他の市場参加者に先行して情報を入手することができるという特権を喪失したこと（公平性追求の負の側面）にあるのか、(b)そもそも開示される情報の質や量が不十分であること（不十分な情報開示）にあるのか、慎重に見極める必要がある。また、早期開示が可能であるにも関わらず、恣意的に開示を遅らせる、いわゆるスクープ報道がなされているにも関わらず、必要な対応を行わないなど、(c)適時の（タイムリーな）開示が適切に行われていないといったことがあれば、やはり、上記の事象の原因となり得ることを忘れるべきではない。

私見だが、いかに市場に不足する情報を補うためとはいえ、一部の市場参加者のみが他の者に先行して情報を入手できる特権を手にすることは、その情報の伝達プロセスにおいて市場参加者間の情報の非対称性を拡大し、インサイダー取引を誘発し、特権を持たない市場参加者の不公平感を増大させ、ひいては市場の信頼を損なう危険性がある。そもそも、こうした問題が無視できなくなったからこそ、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入が求められるようになったのではないか、とも考えられるだろう。

その意味では、(a)の弊害は、市場の信頼性を確保する上で避けられないものであるといえよう。加えて、理念的には、(a)の弊害は、「他の情報と組み合わさ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、直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報（いわゆるモザイク情報）」[72]については、フェア・ディスクロージャー・ルールを適用しないといった運用をしっかりと行うことなどで、ある程度、対処可能だとも思われる。

仮に、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入によって、市場の価格形成に悪影響が生じたとしても、問題の本質は、フェア・ディスクロージャー・ルールそのものよりも、むしろ(b)や(c)にある可能性が高いとの認識が重要であるように思われる。そして、これらを解決するための対応策は、開示制度の充実をおいて他にはないだろう。

[72] タスクフォース報告 p. 3。