

2017年3月1日 全8頁

# フェア・ディスクロージャー・ルール導入へ (概要)

## タスクフォースの報告のポイント

金融調査部  
制度調査担当部長 吉井 一洋

### [要約]

- 2016年12月7日、金融庁が主催する金融審議会の市場ワーキング・グループで、フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース (FD ルール TF) から報告が行われ、了承された。同月22日に最終的な報告書が公表された。
- フェア・ディスクロージャー・ルールとは、上場会社が、公表前の内部情報を、特定のアナリストや投資家にのみ提供することを防止するためのルールである。
- 今後は、通常国会に改正法案が提出され、当該国会中の可決・成立を目指す模様である。2018年4月から適用される可能性がある。以下、本稿ではFDルールTFで述べられたFDルールのポイントを、私見も交えて、取りまとめる。

\* 詳細な内容は「フェア・ディスクロージャーの論点」(横山淳 2017年2月23日) 参照<sup>1</sup>

## 1. フェア・ディスクロージャー・ルール (FD ルール) とは

フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告<sup>2</sup> (以下FDルールTF報告) では、フェア・ディスクロージャー・ルール (FD ルール) を「公表前の内部情報を発行者が第三者に提供する場合に当該情報が他の投資家にも提供されることを確保するルール」と定義している。

有価証券の発行会社が、自社又は自社が発行する有価証券に関する重要な未公表の内部情報を、特定のアナリストや投資家にのみ伝達した場合、当該アナリストや投資家は他のアナリストや投資家よりも有利になり、市場参加者間の公平が損なわれる。FDルールは、発行会社に対し、このような内部情報の伝達が意図的に行われる場合は同時に、意図的でない場合は速やかに、当該内部情報の公表を義務付けるものである。

<sup>1</sup> [http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170223\\_011751.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170223_011751.html)

<sup>2</sup> 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～」  
[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryoku/20161207/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20161207/01.pdf)

## 2. FD ルールの導入意義

FD ルール TF 報告では、近年、わが国において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が生じたこと、欧米やアジアの主要国で FD ルールが整備されていることを受け、「我が国市場において、個人投資家や海外投資家を含めた投資家に対する公平かつ適時な情報開示を確保し、全ての投資家が安心して取引できるようにする」ため、FD ルールを「導入すべきである」とし、同ルール導入の意義として以下を挙げている。

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

## 3. わが国で導入される FD ルールの概要（FD ルール TF 報告提案）

FD ルール TF 報告では、わが国で導入する FD ルールの具体的な内容として次のページの図表 1 のような内容を提案している。

### (1) FD ルールの対象となる発行者（図表 1 の「1」）

提案された FD ルールの適用対象となる発行者には、上場会社だけでなく、上場 REIT の発行投資法人なども含まれる模様である。

ちなみに、現行のインサイダー取引規制<sup>3</sup>では、上場会社等の会社関係者や第一次情報受領者が規制の対象となっている。ここでいう上場会社等とは、下記の①～③で金融商品取引所に上場しているもの、店頭売買有価証券、取扱有価証券に該当するものの発行者を指す。

- ① 株式のみならず、新株予約権、社債、協同組織金融機関の優先出資証券、資産総額の 50% 超を不動産等に投資する投資証券・新投資口予約証券・投資法人債券・外国投資証券
- ② これらを受託有価証券とする有価証券信託受益証券
- ③ ①、②の性質を有する外国者発行の証券・証書やその預託証書

提案された FD ルールでの「発行者」とは、上記の上場会社等をベースにするものと思われるが、同じ者となるかは明確ではない。また、インサイダー取引規制で会社関係者を判断する際

<sup>3</sup> インサイダー取引規制には会社関係者などの規制と公開買付関係者などの規制があるが、本稿では会社関係者に関するものを中心に述べる。

図表1 FDルールTF報告で提案されたFDルールの具体的な内容案

項目	内容
1.FDルールの対象者	発行者(上場会社、投資法人など)
2.FDルールの対象となる	(1)情報の範囲 <p>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。</p> <p>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が考えられる。</p> <p>◆ 例えば、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軽微基準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。</p> <p>◇ 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、直ちに投資判断に影響を及ぼすといえない情報(いわゆるモザイク情報)は、適用対象外とすることが適当である。</p>
	(2)情報提供者の範囲 <p>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。</p> <p>具体的には、発行者の役員のほか、従業員、使用人及び代理人<sup>注</sup>のうち、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が適当である。</p>
	(3)情報受領者の範囲 <p>有価証券の売買に関与する蓋然性が高いと想定される以下の者</p> <p>◆ 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<sup>注</sup></p> <p>◆ 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</p>
3.公表を必要としない情報提供	守秘義務等による適用除外 <p>上記2の(3)の情報受領者に掲げる者への情報提供であっても、当該情報受領者が発行者に対して下記の義務を負っている場合には、公表を必要としないこととすることが適当である。</p> <p>◇ 第三者に伝達しない義務(守秘義務)、及び</p> <p>◇ 投資判断に利用しない義務</p> <p>例えば、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。この際には、当該情報受領者が発行者に対して、当該情報につき、上記の守秘義務等を負っていれば、市場の信頼が害されるおそれが少ないと考えられるからである。</p> <p>例えば、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。</p>
	守秘義務に違反した場合 <p>上記の情報受領者が、守秘義務に違反して、守秘義務等を負わない他者(上記2の(3)に該当する者)に当該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。</p>
4.情報の公表方法	法定開示(EDINET)及び金融商品取引所の規則に基づく適時開示(TDnet)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。
5.ルールの運用、エンフォースメント	FDルールに抵触した場合の対応についても、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ことが適当である。
6.導入に向けた環境整備	第3回の質疑の際に事務局から下記の説明があった。
	◇ 行政的に指示・命令を行った際に、これに服さなかった場合には、形式的には罰則を科す可能性はあるが、実際そのようなことは起こらないと想定している。
	◇ 課徴金の規定は設ける予定はない。
	FDルールの導入に当たっては、ルールの趣旨についての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。

(注)「役員のほか、従業員、使用人及び代理人」と「役員や従業員」は同義である模様。

(出所)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に基づき大和総研金融調査部制度調査課作成

の上場会社等にはその親会社や子会社を含むが、FD ルールの場合は「発行者」とされているため、基本含まないものとなりそうである。ただし、投資法人が発行者の場合に、その資産運用法人や特定関係法人（スポンサー）も含まれるのかは、検討中の模様である。

## (2) 情報の提供者（図表 1 の「2 の (2)」）

現行のインサイダー取引規制の情報伝達・取引推奨規制の対象となる上場会社等の会社関係者には、下記の者を含む。

- ア. 上場会社等の役員、代理人、使用人その他の従業者
- イ. 当該上場会社等の会計帳簿等の帳簿閲覧権を有する株主・投資主など
- ウ. 当該上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者
- エ. 当該上場会社等と契約を締結している者

これに対して提案された FD ルールの場合は、上記イからエの者は情報の提供者には含まれない。アにあたる、発行者の役員、従業員、使用人又は代理人のみが対象であり、しかも、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している。

例えば、工場の現場の人の場合、通常はこのような役割は想定されていないと思われる。しかし、工場見学の際に、恒常的に説明の役割を担う人の場合は、該当する可能性があるだろう。

## (3) 対象となる情報の範囲（図表 1 の「2 の (1)」）

### i. 考え方

FD ルール TF 報告によると、対象となる重要情報の範囲は、前ページの図表 1 のとおりである。「未公表」であること、「確定的な情報」であること、有価証券の価額、例えば株価に「重要な影響を及ぼす」「蓋然性がある」ことが要件となっている。「確定的な情報」とは、簡単に言えば、その存在・発生が合理的に期待される情報をいう。「蓋然性がある」という語は、当初の文案では「可能性がある」という表現であったが、TF において委員から、それでは可能性が 0% でなければ該当してしまうおそれがあるが、欧米ではもっと可能性の高いレベルを意味しているとの指摘を受けて、表現が修正された。

FD ルール TF 報告では、「対象となる重要な情報の範囲を検討するに当たっては、本ルールの適用に際して

- 発行者が、本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 ルールの対象になるかどうかの判断が可能となるようにし、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記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」との考え方を示している。

インサイダー取引規制の重要事実をベースとしているのは、発行者や投資家の理解や対応のしやすさを考慮してのことである。ただし、FD ルール TF 報告では、対象となる情報の範囲を、当該重要事実をベースとしつつ、それよりも幅広く捉えている。例えば、公表直前の決算情報であれば、機関決定に至っていないか、又は軽微基準を超えない範囲であっても、重要情報になりうる。同様のことは他の情報でも起こりうる。TF の議論では、ニュアンスとして、インサイダー取引規制上の重要事実と法人関係情報の間という表現が頻繁に用いられていた。

何が FD ルールの対象となる重要情報に該当するかは、基本的には、発行者がその範囲を決めて管理することになると思われる。その場合、株価に重要な影響を及ぼす蓋然性があるか否かについて、発行者とアナリスト・投資家との間で考え方に違いが出てくる可能性がある。そこで、FD ルール TF 報告では、アナリスト・投資家が発行者に注意喚起できるようにすることによって、発行者と投資家の対話を通じて、ベストプラクティスが積み上げられていくことを期待している。

TF では、主に投資家側からは、発行者が過度に保守的に考えて情報を出さなくなることを回避するため、ガイドラインを策定するよう求める意見が出されていた。しかし、当局の立場からすれば、まずは実務慣行を積み上げるのが先と考える可能性が高いようにも思われる。仮にガイドラインが出たとしても、誰が見ても異論がない部分の記述に留まる可能性もあろう。したがって、アナリストや機関投資家は、FD ルールが適用されるまでの間に、何が重要情報に該当するかの基本的な考え方を整理し、発行者に伝達し議論した方がいいのではないかと思われる。

FD ルール TF 報告では、いわゆるモザイク情報は、FD ルールの適用対象外とすることが適当とされている。TF では、既に同ルールが導入されている欧米において、同ルールがあるので特定の投資家に工場等を見せられないと委縮している発行者はおらず、もし発行者が委縮して工場等を見せてもらえなくなったら長期投資など絶対できないとの意見、例えば経営者とのミーティングとか、工場見学、研究所といった施設見学等の取材、ヒアリングの機会が、選択的な開示を排除するという理由で縮小されることのないよう要望する意見などがあった。報告書の記述は、これらの指摘を考慮してのものである。発行者が過度に委縮し取材や対話に応じなくなることがないように、このような記述を行うことで注意喚起がされているものと思われる。

## ii. 適時開示ルールとの関係

東証の適時開示ルールで開示対象となる情報とは、有価証券の投資判断に重要な影響を与える上場会社の業務、運営又は業績等に関する情報である。インサイダー取引規制の重要事実をベースに、重要事実よりも広い範囲の情報を対象としている。この適時開示の対象となる情報と、FD ルールの対象となる重要な情報との関係は、タスクフォースではあまり議論はされなかった。

適時開示ルールで開示対象となる時点よりも早い時点の情報や、軽微基準の範囲内の情報でも、FD ルールの適用対象になりうる一方で、形式的に適時開示ルールの範囲に入っているものの株価には重要な影響を及ぼす蓋然性は乏しいという情報もあり得るかもしれない。

上述のとおり、線引きが不明確であるため、東証は現時点では、FD ルールの導入に合わせた適時開示ルールの見直しを行う予定はない模様である。ただし、実務の積上げで、FD ルールの重要情報の範囲がある程度明確になり、適時開示ルールとの違いが明らかになってくれば、適時開示ルールの見直しが行われる可能性がある。

### iii. アナリスト取材等ガイドラインとの関係

証券界（日本証券業協会）の代表からは、FD ルールの適用対象となる情報の範囲について、アナリスト取材等ガイドラインの範囲と整合的であることを求める旨の発言が再三なされたが、TF では事務局や他の委員からはこの点について特段言及はなかった。しかし、仮に同ガイドラインの範囲と同等であるならば、アナリストや機関投資家にとってかなり厳しい内容となるのではとの指摘もある。

## (4) 情報受領者（図表1の「2の(3)」）

FD ルール TF 報告では、対象となる情報受領者の範囲を、市場関係者や売買が想定される者に限定している。それ以外の者は同ルールの対象外となる。アナリストからは、上場企業の決算発表の直前に新聞に当該企業の業績内容がかなり正確に掲載されることがあることから、マスコミも対象とすべきとの意見があった。しかし、FD ルール TF 報告ではマスコミは適用対象から除外している。なお、FD ルールの対象から除外されたとしてもインサイダー取引規制上の第一次情報受領者に該当する場合は、当然、インサイダー取引規制の対象になる。

発行者の取引先の銀行等金融機関に関しては、TF では、事務局から、市場関係者には該当しないが、売買が想定される者に該当する場合がありますとの回答があった。政策投資・持ち合い株主は、取引関係の維持等、主として売買以外の目的で保有しているが、これらの株主が、売買が想定される者に該当するかは、TF では明確にされておらず、検討中の模様である。

市場関係者や売買が想定される者であっても、守秘義務や投資判断に利用しない義務が課されておりそれが遵守されている限りは、発行者はFD ルールの適用を受けない。即ち、発行会社に対象となる情報の開示は義務付けられない。当該受領者が守秘義務を破って別の者に伝達した場合、伝達先が市場関係者や売買が想定される者で、かつ、守秘義務や投資判断に利用しない義務も負わない者であれば、発行者に開示義務が生じ得る。ただし、その事実を発行者が把握した場合に限られる。TF の議論では、このような場合に、発行者が最初の受領者の情報伝達の状態を完全に把握することまでは求めない旨の考えが事務局から示されている。

上記の当初の情報受領者（市場関係者や売買が想定される者）が守秘義務を破って、マスコ

ミなど、市場関係者や売買が想定される者以外の者に伝達した場合は、FD ルールに基づく開示は作成者には義務付けられない。もっとも、このようなケースについては、東証が要請するスクープ報道への対応（不明確な情報等に関する注意喚起制度）などで適切な対応が望まれるところである。

#### (5) 情報の公表方法（図表1の「4」）

FD ルール TF 報告では、同ルールの対象となる重要情報の公表方法として、発行者のホームページでの開示も認めることとしている。ただし、インサイダー取引規制上の公表方法については、見直しは予定されていない模様である。したがって、FD ルールの対象となる重要情報が仮にインサイダー取引規制上の重要事実にも該当する場合は、ホームページで開示したとしても、インサイダー取引規制上の公表が行われたことにはならず、取引できない点に注意が必要である。同様に、東証の適時開示ルールでも、ウェブサイトの開示だけでは対応したことにはならない。これらのルールに基づく公表・開示を行う場合は、これらのルールに基づく手法<sup>4</sup>で行う必要がある。

#### (6) エンフォースメント（図表1の「5」）

FD ルール TF 報告では、同ルールの運用・エンフォースメントは、発行者が委縮することのないよう、緩やかな内容となっている。

### 4. 財務諸表利用者の立場からの懸念

アナリストや投資家は、発行者がFD ルールに過度に保守的に反応することで企業分析や投資判断に必要な情報が適時に出されなくなることを最も懸念している。対象となる情報の線引きが難しく、発行者が保守的に対応することはやむを得ない面があろう。このような事態を防止する方法として、EU のように発行者に法令上、適時開示を義務付けることも考えられるが、FD ルール TF 報告では、そのような仕組みを採用していない。

同報告では、その代わりに、関係者への啓発活動を通じて発行者に早期の開示と投資家との建設的な対話を促す環境整備が重要と述べてはいる。しかし、発行者に自主的な早期開示を促すだけでは十分な効果は期待できないだろう。東証の適時開示ルールの拡充、有価証券報告書・四半期報告書・臨時報告書・有価証券届出書といった法定開示書類による情報開示の拡充など、開示を促すルールが同時に（あるいはそれほどのタイムラグなく）強化されなければ、財

<sup>4</sup> インサイダー取引規制に関しては、①2以上の報道機関に公開し12時間経過、②上場している金融商品取引所の規則により重要事実が電子的に（東証の場合はTDnetで）公衆縦覧に供されたことなどによる。東証の適時開示は、TDnetへの登録により行う。

務諸表利用者の懸念は現実のものになってしまうのではないかと思われる。その意味で、昨今の決算短信の簡素化の実施（2017年3月期から）や、四半期報告の見直し（未来投資会議で方向性を示唆）などは、方向としては逆のように思われる。

またTFの議論では、複数の委員から同ルールの導入によりいわゆる「早耳情報」の取得が禁止されるため、決算時にサプライズにより株価が大きく変動するのはやむを得ないとの指摘があった。早耳情報の取得ができなくなることによる影響は、FDルールの趣旨からいって当然のことでありやむを得ないであろう。しかし、サプライズによる株価変動は、早耳情報が得られないことだけに起因するわけではない。早期に開示が望まれる情報の開示が遅れることや、開示情報の削減により、アナリストや投資家が、企業の分析や投資判断を行うためには不十分な情報しか得られないことによっても生じ得る。FDルールの導入に合わせて、上場企業の情報開示を促す制度の整備が望まれるところである。