

2017年6月8日 全18頁

フェア・ディスクロージャー・ルールの導入

2017年金商法改正関連シリーズ

金融調査部 主任研究員
横山 淳

【要約】

- 2017年5月17日、「金融商品取引法の一部を改正する法律」が可決、成立し、同24日には公布された。同法には、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入が盛り込まれている。
- 具体的には、上場会社等、上場投資法人等の資産運用会社、それらの役員等が、その業務に関して、金融商品取引業者などの「取引関係者」に、その上場会社等の（未公表の）「重要情報」の伝達を行う場合には、その伝達と同時に、その重要情報を公表しなければならないことが定められている。
- 実効性を確保するため、当局による、フェア・ディスクロージャー・ルール違反に対する調査権限や指示・命令権限なども定められている。
- 公布日（2017年5月24日）から起算して1年を超えない範囲内において政令で定める日から施行される。

【目次】

はじめに.....	2
1. フェア・ディスクロージャー・ルールとは（規制の枠組み）.....	3
2. 情報提供者（伝達主体） ～誰が話したらダメなのか？～.....	4
(1) 上場会社等、上場投資法人等の資産運用会社、役員等.....	4
(2) 「その業務に関して」.....	5
3. 情報受領者（伝達相手） ～誰に話したらダメなのか？～.....	6
(1) 「取引関係者」.....	6
(2) 守秘義務等.....	7
4. 重要情報 ～何を話したらダメなのか？～.....	8

(1) 重要情報とは？	8
(2) 上場会社等における情報管理	10
5. 公表 ～どうやって公表すればよいのか？～	11
(1) 公表方法	11
(2) 公表のタイミング	12
(3) 守秘義務等に違反した情報漏洩などが発生した場合の対応	12
6. エンフォースメント	13
(1) 調査権限	13
(2) 指示・命令権限など	14
7. 施行日	15
おわりに	15
(1) 附帯決議	15
(2) ガイドラインの策定等の検討	16
(3) 重要情報の伝達を受けた者（情報受領者）の対応のあり方	17
(4) 報道機関と金融商品取引業を兼業しているケース	18

はじめに

2017年5月17日、「金融商品取引法の一部を改正する法律」（以下、金商法改正法）¹が、参議院本会議において可決、成立し²、同24日には公布されている³。

これは、2016年12月22日に公表された金融審議会の市場ワーキング・グループ（以下、市場WG）及び同ワーキング・グループ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（以下、タスクフォース）の報告（タスクフォース報告）⁴を踏まえて、金融商品取引法の改正を行うものである。ポイントをまとめると次の通りである⁵。

- ①フェア・ディスクロージャー・ルールの導入（上場会社による公平な情報開示に係る規制）
- ②株式等の高速取引（アルゴリズム高速取引、HFT）に関する法制の整備

¹ 提出時の法案は、金融庁のウェブサイトに掲載されている（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/index.html>）。

² 衆議院では、2017年4月18日に本会議で可決されている。

³ 平成29年5月24日付官報号外第108号。

⁴ いずれも金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1.html）に掲載されている。拙稿「フィデューシャリー・デューティー、HFT、PTS信用取引などを巡る市場WG報告書の概要」（2017年1月5日付大和総研レポート）参照（http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170105_011572.html）。

⁵ 拙稿「フェア・ディスクロージャー、HFTに関する金商法改正法、成立」（2017年5月22日付大和総研レポート）参照（http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170522_011991.html）。

③金融商品取引所グループの業務範囲の柔軟化

④その他

本稿では、これらのうち「①フェア・ディスクロージャー・ルールの導入（上場会社による公平な情報開示に係る規制）」について紹介する。なお、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入を巡るこれまでの経緯・議論などについては、下記の大和総研レポートを参照されたい（本稿では重ねて紹介しない）。

吉井一洋 「アナリスト受難の時代へ？」（2016年3月7日）

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/accounting/20160307_010702.html

横山 淳 「フェア・ディスクロージャー・ルール」（2016年7月7日）

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20160707_011054.html

吉井一洋 「フェア・ディスクロージャー・ルール導入へ（概要）」（2017年3月1日）

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170301_011778.html

横山 淳 「フェア・ディスクロージャーの論点」（2017年2月23日）

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170223_011751.html

1. フェア・ディスクロージャー・ルールとは（規制の枠組み）

フェア・ディスクロージャー・ルールとは、一般に、「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」⁶と説明されている。金商法改正法でも、これを踏まえて、大枠として、次のような規制を新たに設けることとしている（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項）。

「上場会社等、上場投資法人等の資産運用会社、それらの役員等」が、その業務に関して、金融商品取引業者などといった**「取引関係者」**に、その上場会社等の（未公表の）**「重要情報」**の伝達を行う場合には、その伝達と同時に、その重要情報を**「公表」**しなければならない。

諸外国では、いわゆるインサイダー取引規制の補完あるいは関連する規制として位置付けられることがあるフェア・ディスクロージャー・ルールだが、金商法改正法では、インサイダー

⁶ タスクフォース報告 p. 1。

取引規制とは別個の、独立した章立ての規定として定められている⁷。

以下、本稿では、「上場会社等、上場投資法人等の資産運用会社、それらの役員等」については「2. 情報提供者（伝達主体）～誰が話したらダメなのか？」で、「取引関係者」については「3. 情報受領者（伝達相手）～誰に話したらダメなのか？」で、「重要情報」については「4. 重要情報～何を話したらダメなのか？」で、「公表」については「5. 公表～どうやって公表すればよいのか？」でそれぞれ解説する。

なお、金商法改正法は公布されたものの、フェア・ディスクロージャー・ルール⁷の細目を定める内閣府令などは、本稿執筆時点において、まだ制定されていない。内閣府令などの制定に向けた今後の動向などにも留意する必要があるだろう。

2. 情報提供者（伝達主体）～誰が話したらダメなのか？～

(1) 上場会社等、上場投資法人等の資産運用会社、役員等

金商法改正法では、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報提供者を次の者と規定している（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項）。

- ①上場（注 1）されている次のいずれかの有価証券（注 2）の発行者（上場会社等）
- ・社債券（金融商品取引法 2 条 1 項 5 号）
 - ・優先出資証券（同 7 号）
 - ・株券又は新株予約権証券（同 9 号）
 - ・投資証券、新投資口予約権証券、投資法人債券、外国投資証券（同 11 号）
- ②上記①に該当する投資法人の資産運用会社（注 3）（上場投資法人等の資産運用会社）
- ③上記①②の役員（注 4）、代理人、使用人その他の従業者（役員等）

（注 1）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ものを含む。

（注 2）政令で定めるものを除く。

（注 3）投資信託及び投資法人に関する法律 2 条 21 項に定める資産運用会社（登録投資法人の委託を受けてその資産の運用に係る業務を行う金融商品取引業者）をいう。

（注 4）会計参与が法人であるときは、その社員。

⁷ 金融商品取引法の中で、インサイダー取引規制（金融商品取引法 166 条、167 条）は、第 6 章「有価証券の取引等に関する規制」として、不公正取引に対する規制の一つとして位置付けられている（松尾直彦『金融商品取引法』（2011 年、商事法務）pp. 485-486 など）。他方、今回、導入されるフェア・ディスクロージャー・ルールは、新たに独立した章（第 2 章の 6 「重要情報の公表」）が設けられ、その中で規定されている。全体の配置から判断すれば、広い意味での情報開示に関する規制として位置付けられているように見受けられる。

フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる会社は、一般に、株式を上場している会社が念頭にあるものと考えられるが、タスクフォース報告では、その範囲は明確には示されていない。金商法改正法では、上記①の通り、株式を上場している会社だけではなく、例えば、上場投資法人（REIT など）も対象に含まれることとされている。なお、上記①の有価証券の範囲は、基本的にはインサイダー取引規制（金融商品取引法 166 条、163 条）と基本的に同じだと考えられる⁸。

上記②は、上場投資法人（REIT など）についての特例で、投資法人本体だけではなく、その資産運用会社も対象に加えられている。これはインサイダー取引規制と同様に、「投資法人では、主として業務委託先である資産運用会社で取得物件に関する重要情報の取得・保有・管理が行われて」⁹いることを踏まえたものと思われる。なお、インサイダー取引規制では、上場投資法人の資産運用会社のほか、特定関係法人（いわゆるスポンサー企業等）も対象とされているが（金融商品取引法 166 条 1 項 1 号）、フェア・ディスクロージャー・ルールでは、そのような明文の規定は設けられていない¹⁰。

上記③の「役員等」の範囲は、基本的にインサイダー取引規制と同じである（金融商品取引法 166 条 1 項 1 号）。ただ、インサイダー取引規制では、「役員等」だけではなく、帳簿閲覧請求権を有する株主（金融商品取引法 166 条 1 項 2 号）や（その上場会社等と）契約を締結している者又は締結の交渉をしている者（同 4 号）なども会社関係者として規制の対象となっているが、今回のフェア・ディスクロージャー・ルールでは、明文上、対象には含まれていない。他方、インサイダー取引規制は、上場会社等そのものを、直接、規制の対象とはしていない¹¹。インサイダー取引規制が対象とするのは、上場会社等の役職員、帳簿閲覧請求権を有する株主、契約を締結している者・締結の交渉をしている者などといった会社関係者の行為である。

(2) 「その業務に関して」

金商法改正法では、上記(1)の情報提供者（上場会社等、上場投資法人の資産運用会社、これらの役員等）が、**「その業務に関して」**、伝達を行った場合に、フェア・ディスクロージャー・ルールのトリガーを引くことと規定されている（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項）。

⁸ 厳密には、インサイダー取引規制では、上場有価証券、店頭売買有価証券に加えて、「取扱有価証券に該当するもの」も明文で対象として定められているという違いがある（金融商品取引法 163 条 1 項）。

⁹ 金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」最終報告（平成 24 年 12 月 7 日）p. 12（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1.html）。

¹⁰ なお、いわゆる短期売買差益の提供義務等については、今回のフェア・ディスクロージャー・ルールと同様、特定関係法人（いわゆるスポンサー企業等）は対象に含まれていない（金融商品取引法 163 条 1 項。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〕』（2014 年、商事法務）p. 547 など参照）。

¹¹ ただし、上場会社等の役員等がインサイダー取引規制に抵触した場合、その上場会社等自体も両罰規定により処罰対象となり得る（金融商品取引法 207 条 1 項 2 号）。

これはタスクフォース報告において、「本ルールの対象となる情報提供者の範囲については、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」¹²と提言されているのを受けたものであろう。

もともと、文言上は、単に「その業務に関して」とあることから、タスクフォース報告の提言の範囲に限定されるのか、という疑問が残る。特に、「に関して」という文言の多義性には、注意が必要であろう。

例えば、会社関係者によるインサイダー取引規制においても、(重要事実を)「その者の職務に関し知ったとき」(金融商品取引法 166 条 1 項 1 号)という規定がある。これは、一般に、役職員が、その職務自体により重要事実を知った場合に限定されず、例えば、これと密接に関連する行為により知った場合も含まれる、と解されている¹³。

仮に、金商法改正法のフェア・ディスクロージャー・ルールも、これと同様に解するとすれば、役職員が、その業務自体により重要情報を伝達した場合に限定されず、これと密接に関連する行為により伝達した場合も含まれる、ということになる可能性もあるだろう。

3. 情報受領者（伝達相手） ～誰に話したらダメなのか？～

(1) 「取引関係者」

金商法改正法では、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報受領者を「取引関係者」と定義し、具体的に次の者と定めている（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項 1、2 号）。

- ①金融商品取引業者、登録金融機関、信用格付業者若しくは投資法人その他の内閣府令で定める者又はこれらの役員等（注）（重要情報の適切な管理のために必要な措置として内閣府令で定める措置を講じている者において、金融商品取引業に係る業務に従事していない者として内閣府令で定める者を除く。）
- 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上場有価証券等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

（注）役員、代理人、使用人その他の従業者のこと。

¹² タスクフォース報告 p. 3。

¹³ 松尾直彦『金融商品取引法』（2011年、商事法務）p. 534、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〕』（2014年、商事法務）p. 59 など。

内閣府令に委任されているため、現時点では明らかでない部分も残されているが、概ね、これは、タスクフォース報告が提言する下記の情報受領者の範囲を踏まえたものだと考えられる¹⁴。

- 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
- 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

なお、金商法改正法では、①に該当する者について、「金融商品取引業者、登録金融機関、信用格付業者若しくは投資法人」などであっても、「重要情報の適切な管理のために必要な措置」を講じている場合には、「金融商品取引業に係る業務に従事していない者」については適用除外を認めることとされている。細目は内閣府令に委ねられているため、詳細はまだわからないが、適切な情報遮断などを要件に、「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」を業務としない役職員については、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報受領者（取引関係者）から外すことを想定したものである（「おわりに」(4)も参照）。

また、②に該当する者について、「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」を受けた場合に限定することが明文で定められている。ここでいう「上場会社等の投資者に対する広報に係る業務」は、いわゆる IR 活動等を想定したものである。

これを前提とすれば、例えば、取引先の銀行、持合い先の事業会社、オーナー株主などの場合、通常、IR 活動等を通じて情報の伝達を受けることは考えにくいと、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ことが一般的だと考えられる。その意味では、金商法改正法は、タスクフォース報告の提言（「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」）よりも、対象となる情報受領者（「取引関係者」）の範囲が狭くなっている印象を受ける。

(2) 守秘義務等

前記(1)の「取引関係者」に該当する者に対する伝達であっても、その「取引関係者」が、法令又は契約により、次の①及び②の両方の義務を負う場合には、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(金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項但書)。

¹⁴ タスクフォース報告 p. 3。

- ① (伝達された) 重要情報が公表される前に、その重要情報に関する秘密を他に漏らさないこと
- ② (伝達を行った上場会社等の) 上場有価証券等 (注1) の売買等 (注2) をしてはならないこと

(注1)「上場有価証券等」とは、(伝達を行った上場会社等の) 金融商品取引法2条1項5号(社債券)、同7号(協同組織金融機関の優先出資に関する法律に規定する優先出資証券)、同9号(株券又は新株予約権証券)、同11号(投資法人の投資証券、新投資口予約権証券、投資法人債券、外国投資証券)に掲げる有価証券(政令で定めるものを除く)、これらの有価証券等に係るオプションを表示する証券又は証書(同19号)その他の政令で定める有価証券をいう。

(注2)「売買等」とは、売買その他の有償の譲渡・譲受け、合併・分割による承継、デリバティブ取引(上場有価証券等に係るオプションを取得している者が当該オプションを行使することにより上場有価証券等を取得することその他の内閣府令で定めるものを除く)をいう。

これらは、概ね、タスクフォース報告が示す下記の義務に相当するものと考えられる¹⁵。

- 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

なお、守秘義務等に違反した情報漏洩が発生した場合の対応については、5(3)で説明する。

4. 重要情報 ～何を話したらダメなのか?～

(1) 重要情報とは?

金商法改正法では、特定の「取引関係者」に伝達が行われた場合に、フェア・ディスクロージャー・ルールに基づき公表が義務付けられる情報のことを、「重要情報」と定義し、具体的に次の情報と定めている(金商法改正法に基づく金融商品取引法27条の36第1項)。

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って、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの

これはインサイダー取引規制上の重要事実のうち、いわゆるバスケット条項(「当該上場会社等の運営、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」(金融商品取引法166条2項4号))と類似した規定ぶりになっている。その意味では、

¹⁵ タスクフォース報告 p.3。

インサイダー取引規制上の重要事実（のバスケット条項）と同じように、客観的な基準は定められておらず、個々の事案に応じて判断しなければならないと言えるだろう。

また、フェア・ディスクロージャー・ルール上の重要情報と、インサイダー取引規制上の重要事実（のバスケット条項）とは類似しているとはいっても、相違点もある。すなわち、フェア・ディスクロージャー・ルール上の重要情報は、「重要な**事実**」ではなく、「重要な**情報**」であって、投資者の投資判断に「**著しい影響**」ではなく、「**重要な影響**」を及ぼすものを対象としているのである。

この相違点をどのように理解すべきかであるが、基本的には、タスクフォース報告の次の提言を受けたものと考えられる。言い換えれば、「インサイダー取引規制の対象となる情報プラスアルファ」ということであろう。

本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。

（出所）タスクフォース報告 p. 3。

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

「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」

「**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はいえない情報（いわゆる**モザイク情報**）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。

また、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」¹⁶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なると考えるのが合理的だと思われる¹⁷。

¹⁶ 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>

¹⁷ 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

いずれにせよ、フェア・ディスクロージャー・ルール上の重要情報の範囲について、今後、「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」（タスクフォース報告 p. 2）が望まれよう。

(2) 上場会社等における情報管理

金商法改正法上、明文の規定があるわけではないが、フェア・ディスクロージャー・ルールを遵守する上で、上場会社等においては、インサイダー取引規制上の「重要事実」に加え、フェア・ディスクロージャー・ルール上の「重要情報」についても、適切な管理を行うことが求められるものと考えられる。

上場会社等による「重要情報」の管理方法について、金融庁は次のような見解を示している。

- 企業はその実情に応じ、以下のいずれかの方法により情報を管理した上で、企業と投資家との間でプラクティスを積み上げ
- ① 既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活動を行っているグローバル企業
 - ▶ その基準
 - 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
 - ▶ インサイダー規制の対象となる情報、及び
 - ▶ それ以外の情報のうち、財務情報（確定的な決算の数字）であって、株価に重要な影響を与える情報
 - ③ ②のうち財務情報のうち何が株価に重要な影響を与えるのかの判断が難しいとする企業
 - ▶ インサイダー規制対象となる情報と、公表前の確定的な決算の数字は全てルールの対象として管理

（出所）平成 29 年 3 月 10 日開催、未来投資会議構造改革徹底推進会合「企業関連制度改革・産業構造改革—長期投資と大胆な再編の促進」会合（第 5 回）「資料 4-1 金融庁提出資料①」p. 7。

http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/suishinkaigo_saihen_dai5/index.html

上場会社等においては、今後、金商法改正法の施行日に向けて、これを参考に、自社の情報管理体制を改めて検証し、必要に応じて見直しを行うことが求められることとなるだろう。

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〕』（2014 年、商事法務）p. 234）と解されている。

5. 公表 ～どうやって公表すればよいのか？～

(1) 公表方法

金商法改正法では、特定の「取引関係者」に「重要情報」の伝達が行われた場合における、その「重要情報」の公表方法について、次のように定めている（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 4 項）。

内閣府令で定めるところにより、インターネットの利用その他の方法により公表しなければならない

詳細は、内閣府令の制定を待たなければならないが、基本的には「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」というタスクフォース報告の提言¹⁸を踏まえたものと考えられる。このことは、衆議院財務金融委員会における金融庁の池田総務企画局長による次の答弁からも確認できるだろう。

また、情報開示の方法についても、企業のホームページによる公表を認めるということで、企業の実務負担にも配慮しているところと考えております。

（出所）平成 29 年 4 月 14 日衆議院財務金融委員会における池田唯一政府参考人（金融庁総務企画局長）答弁（第百九十三回国会衆議院財務金融委員会議事録（第一四号））。なお、下線太字は筆者による。

なお、蛇足ながら、同じ「公表」手続であっても、インサイダー取引規制における「公表」手続については、今回、法改正は行われていない。政令や内閣府令を待つ必要はあるものの、仮に、改正が行われなければ、ウェブ開示を認めるフェア・ディスクロージャー・ルールと、認めないインサイダー取引規制¹⁹とで、「公表」手続が異なることに留意が必要である。

すなわち、重要事実・公開買付け等事実²⁰に該当する情報の場合、自社ウェブサイトに掲載すれば、フェア・ディスクロージャー・ルール上は「公表」したことになるが、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

¹⁸ タスクフォース報告 p. 4。

¹⁹ 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、次のいずれかによるとされている（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（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）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（いわゆる 12 時間ルール）

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（TDnet による適時開示）

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（EDINET による法定開示）

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。

(2) 公表のタイミング

「重要情報」を特定の「取引関係者」に伝達する場合、原則として、その伝達と**同時に**、上場会社等は、その「重要情報」の公表を行う必要がある（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項）。

例外として、次の場合には、上場会社等は「取引関係者」に「重要情報」の伝達が行われたことを知った後、**速やかに**、その「重要情報」の公表を行わなければならないとされている（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 2 項）。

◇取引関係者に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、上場会社等（注）が知らなかった場合

◇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

（注）厳密には、上場会社等、上場投資法人等の資産運用会社、これらの「役員等」。

(3) 守秘義務等に違反した情報漏洩などが発生した場合の対応

前述 3 (2) の通り、特定の「取引関係者」に対する「重要情報」の伝達であっても、その「取引関係者」が、法令又は契約により、守秘義務等を負う場合には、フェア・ディスクロージャー・ルールの適用はない。すなわち、上場会社等は、「重要情報」を公表する義務を負わない。

しかし、「重要情報」の伝達を受けた「取引関係者」が、法令又は契約（守秘義務等）に違反して、その公表前に次の行為を行ったことを、上場会社等が知ったときは、（その上場会社等は）速やかに、その「重要情報」を公表しなければならない（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 3 項）。

◇その重要情報に関する秘密を他の「取引関係者」に漏らしたこと

◇その上場会社等の上場有価証券等に係る売買等を行ったこと

ただし、「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」には、守秘義務等に違反した情報漏洩などを知ったとしても、その重要情報の公表義務は課されないものとされている（同但書）。

なお、「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」として、どのようなケースが該当するのかは、内閣府令を待たなければならないが、衆議院財務金融委員会における金融庁の池田総務企画局長による次の答弁が参考になるだろう。

それから、お尋ねのありました、やむを得ないケースというのは、内閣府令で定めることにはなりますけれども、例えば、**重要情報の公表を行うことによって、何らか、進行中の重要な交渉が決裂するおそれがあるですとか、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**、そうした場合に、一定の時点までそういう公表を差し控えてもらうというような取り扱いがされるというようなときに例外に扱うというようなことが考えられようかというふうに考えているところでございます。

（出所）平成 29 年 4 月 14 日衆議院財務金融委員会における池田唯一政府参考人（金融庁総務企画局長）答弁（第百九十三回国会衆議院財務金融委員会議事録（第一四号））。なお、下線太字は筆者による。

6. エンフォースメント

(1) 調査権限

フェア・ディスクロージャー・ルール違反について、内閣総理大臣には、重要情報の公表者等に対する調査権限が付与される。

すなわち、内閣総理大臣は、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、重要情報を公表した者、公表すべきであると認められる者、参考人に対して、参考となるべき報告、資料の提出を命じ、その者の帳簿書類その他の物件を検査させることができるとされている（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 37 第 1 項）。

加えて、内閣総理大臣は、報告・資料提出命令、検査に関して必要があると認めるときは、公務所²⁰又は公私の団体に照会して必要な事項の報告を求めることができるとされている（同 2 項）。

なお、この調査権限は、内閣総理大臣から金融庁長官に委任されるものと思われる（金融商品取引法 194 条の 7 第 1 項）。

²⁰ 「官公庁その他公務員が職務を行う所」のこと（刑法 7 条 2 項参照）。

(2) 指示・命令権限など

フェア・ディスクロージャー・ルール違反について、内閣総理大臣には、重要情報の公表等を上場会社等に対して指示・命令する権限が付与される²¹。

すなわち、内閣総理大臣は、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、その重要情報を公表すべきであると認められる者に対して、その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る（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 38 第 1 項）。

指示が出されたにもかかわらず、（その指示の）対象者が、正当な理由がないのに、その指示に係る措置（公表等）をとらなかったときは、内閣総理大臣は、その者に対し、その指示に係る措置（公表等）をとるべきことを命ずることができる（同 27 条の 38 第 2 項）。

この命令に違反した者は、刑事罰（6 月以下の懲役若しくは 50 万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する）の対象となる²²（同 205 条 6 号の 5）。

なお、この指示・命令権限は、内閣総理大臣から金融庁長官に、更に証券取引等監視委員会に委任されるものと思われる（金融商品取引法 194 条の 7 第 1 項、金商法改正法に基づく金融商品取引法 194 条の 7 第 3 項）。

さて、実際のエンフォースメントの運用については、今後の当局の対応を見守る必要があるが、当面、参議院財政金融委員会における金融庁の池田総務企画局長による次の答弁が参考になるだろう。

また、上場会社が公表すべき情報を公表しなかった場合の対応ということですが、これについては、まずは上場会社に情報の速やかな公表を促して、これに適切な対応が取られなければ行政的に指示、命令を行い、それでも正当な理由なくその命令に従わない、そうした場合にのみ罰則の対象とするということを想定しているところでございます。

（出所）平成 29 年 5 月 16 日参議院財政金融委員会における池田唯一政府参考人（金融庁総務企画局長）答弁（第百九十三回国会参議院財政金融委員会議事録（第一三号））。

これを見る限り、フェア・ディスクロージャー・ルール違反が確認された場合、いきなり指示・命令といった行政上の措置が下されるわけではなく、まず、上場会社に対して自主的な公表を促すことが想定されているようである。そして、これに適切な対応がとられなかった場合

²¹ なお、実際に指示・命令権限を行使する前に、当局から上場会社等に対し、まずは情報の速やかな公表を促すことが想定されているようである。タスクフォース報告 p. 3、金融庁『『金融商品取引法の一部を改正する法律案』に係る説明資料』 p. 5 (<http://www.fsa.go.jp/common/diet/193/02/setsumei.pdf>) など参照。

²² 法人の代表者、代理人、使用人その他の従業者が、その法人の業務又は財産に関し、違反行為を行った場合などは、両罰規定（行為者のみならず、法人も処罰対象とする規定のこと）の対象となる（金融商品取引法 207 条 1 項 6 号）。

に、指示、命令といった行政上の措置が下され、「それでも正当な理由なくその命令に従わない」ときに罰則と、段階を追って対応が厳しくなっていくものと考えられる。

7. 施行日

金商法改正法の主要部分は、フェア・ディスクロージャー・ルールを含めて、公布日（2017年5月24日）から起算して1年を超えない範囲内において政令で定める日から施行される（金商法改正法附則1条）。

おわりに

今回のフェア・ディスクロージャー・ルールの導入は、上場会社による「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られている²³。こうした立法の趣旨、意図を踏まえ、実務においても、情報開示や対話を後退させるなど、過度にディフェンシブな行動がとられないことを期待したい。

以下では、国会審議で取り上げられた論点のうち、金商法改正法の文言上には、必ずしも明確には示されていないが、フェア・ディスクロージャー・ルールの実務対応上、重要だと思われるものをいくつか紹介したい。

(1) 附帯決議

金商法改正法の議決に当たって、参議院財政金融委員会において附帯決議が行われている。その中に、フェア・ディスクロージャー・ルールに関連する次の事項が盛り込まれている。

政府は、次の事項について、十分配慮すべきである。

…中略…

- 一 上場会社による公平な情報開示に係る規制の実効性を高めるため、規制内容の明確化や周知徹底などの環境整備に努めるとともに、金融商品取引業者等による情報の不適切な取扱いによって市場の透明性や公正性に対する信頼を損ねることのないよう、不公正取引規制の実

²³ タスクフォース報告 p. 2 など。

効性確保を図ること。

…以下、略…

(出所) 参議院財政金融委員会「金融商品取引法の一部を改正する法律案に対する附帯決議」(平成 29 年 5 月 16 日)。参議院ウェブサイト
(http://www.sangiin.go.jp/japanese/gianjoho/ketsugi/current/f067_05161.pdf)。

まず、附帯決議は、フェア・ディスクロージャー・ルールの規制内容の明確化や周知徹底を求めている。これを受けて、今後、金融庁は、後述するガイドラインの策定等を検討する模様である。

また、フェア・ディスクロージャー・ルール導入に向けた議論の契機の一つとなった証券会社に対する処分事例²⁴なども踏まえ、「不公正取引規制の実効性確保を図る」ことも附帯決議は求めている。

(2) ガイドラインの策定等の検討

衆議院財務金融委員会における審議の中で、金融庁は、次のように、フェア・ディスクロージャー・ルールに関するガイドラインの策定等を検討する方針を明らかにしている。

…前略… 以上に加えまして、ただいま御指摘のありました本ルールに係るガイドラインの策定等を通じて、本ルールの適用の明確化を図っていくということについても検討してまいりたいと考えております。

(出所) 平成 29 年 4 月 14 日衆議院財務金融委員会における池田唯一政府参考人(金融庁総務企画局長)答弁(第百九十三回国会衆議院財務金融委員会議事録(第一四号))。

確かに、ガイドライン等の策定は、フェア・ディスクロージャー・ルールに対する関係者の理解を深める上では有効な手段かもしれない。特に、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を踏まえれば、必要な対応だといえるかもしれない。

しかし、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。むしろ、インサイダー取引規制のいわゆる軽微基準に類した安易な形式基準を設けることは、逆に、フェア・ディスクロ

²⁴ 金融庁「『金融商品取引法の一部を改正する法律案』に係る説明資料」(<http://www.fsa.go.jp/common/diet/193/02/setsumei.pdf>) p. 4 など参照。

ージャー・ルールの趣旨に反するものとなりかねない。

仮に、ガイドラインが策定されるとしても、それさえ守っていれば大丈夫といった「虎の巻」的なものを、関係者は期待するべきではないだろう。

(3) 重要情報の伝達を受けた者（情報受領者）の対応のあり方

フェア・ディスクロージャー・ルールが適用され、伝達した重要情報の公表が義務付けられるのは、あくまでも上場会社等である。また、そのトリガーとなるのは、上場会社等自身やその役職員などの行動（重要情報の伝達）である。

逆に、重要情報の伝達を受けた者（情報受領者）については、フェア・ディスクロージャー・ルールによって、直接、何らかの義務が発生するわけではない。しかし、情報受領者も、伝達を受けた情報の内容によっては、他の諸規制、例えば、インサイダー取引規制（金融商品取引法 166、167 条）、法人関係情報規制（金融商品取引業等に関する内閣府令 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（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」「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」（アナリスト取材等ガイドライン））などの影響を受けることが想定される²⁵。

そのため、情報受領者においても、例えば、次のような対応が必要となる場合があることが想定されているようだ。

やりとりの中で、何らかの拍子にそういう情報がやりとりをされたときも、これも、そういったものは重要情報になる、そう思うものを証券アナリストが例えば受けた場合には、今は重要情報ですねということで、企業に公表を求めるか、あるいは、企業がそれを公表しない場合には、みずからそれを推奨銘柄から外すというような対応を、これは一般に、実際にそういうふうに対応がされていると理解をしております。

（出所）平成 29 年 4 月 14 日衆議院財務金融委員会における池田唯一政府参考人（金融庁総務企画局長）答弁（第百九十三回国会衆議院財務金融委員会議事録（第一四号））。

同様に、タスクフォース報告においても、「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」（p. 2）ことが期待

²⁵ 拙稿「フェア・ディスクロージャーの論点」（2017 年 2 月 23 日付大和総研レポート）、「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 日付大和総研レポート、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20161021_011341.html）など参照。

されていた。

これらを踏まえれば、フェア・ディスクロージャー・ルールの直接の名宛人である上場会社等だけではなく、情報受領者となる投資者やアナリストなどにも、一定の役割が期待されると言えるだろう。

(4) 報道機関と金融商品取引業を兼業しているケース

前記3(1)で述べたように、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報受領者(「取引関係者」)は、金融商品取引業者(証券会社、運用機関など)、登録金融機関、信用格付業者、投資法人など(及びその役職員など)に限定されている(金商法改正法に基づく金融商品取引法27条の36第1項1、2号)。これらに該当しない、例えば、報道機関などに対してであれば、仮に、「重要情報」を伝達したとしても、上場会社等は、原則、その「重要情報」を公表する義務は負わないこととなる。

ところが、報道機関の中には、金融商品取引業者としての登録を行って投資助言業などを行っているケースがあるとの指摘がある。このような場合、フェア・ディスクロージャー・ルールの適用関係がどうなるのか、という問題がある。この点について、参議院財政金融委員会での審議の中で、金融庁から次のような見解が示されている。

報道機関の中には、金融商品取引業者としての登録を行って投資助言業などの金融商品取引業を行っている会社もあると承知をしております。このため、今回の法律案ではこれは内閣府令で細目を規定していくこととなりますが、金融商品取引業を行っている部門とそれ以外の部門の間で情報のやり取りが行われないような適切な措置が講じられているようなときは、金融商品取引業に関与していない者に対する情報伝達はルールの対象から除くということを考えているところでございます。

(出所) 平成29年5月16日参議院財政金融委員会における池田唯一政府参考人(金融庁総務企画局長)答弁(第百九十三回国会参議院財政金融委員会議事録(第一三号))。

これは、金融商品取引業者、登録金融機関、信用格付業者などの役職員であっても、「重要情報の適切な管理のために必要な措置として内閣府令で定める措置を講じている者において、金融商品取引業に係る業務に従事していない者として内閣府令で定める者」に該当すれば、適用除外と認めるとの規定(金商法改正法に基づく金融商品取引法27条の36第1項1号括弧書き)を踏まえたものと考えられる。具体的にどのようなケースについて適用除外が認められるかは、最終的には内閣府令を待たなければならないが、現時点では、情報遮断・管理措置が一つの判断要素として検討されているものと思われる。