

2017年11月14日 全17頁

(詳細版)

フェア・ディスクロージャー・ルール細則案

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10月24日、金融庁は「平成29年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等の公表について」を公表した。
- この中で、フェア・ディスクロージャー・ルールの細目（案）が定められている。
- 対象となる上場会社等の範囲をインサイダー取引規制に準じて定めているほか、対象となる情報受領者の範囲（株主、適格機関投資家などを含む）、公表前に重要情報を提供した場合の当該重要情報の公表方法（自社ウェブサイトでの公表も可）などが規定されている。
- 金融庁による一般的な解釈を説明した「ガイドライン案」も公表され、この中で、対象となる重要情報についての考え方も示されている。ただし、インサイダー取引規制の重要事実における軽微基準のような、具体的・客観的な判断基準は示されていない。
- 施行日については、平成30年4月1日が予定されている。

【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？～..... | 3 |
| 3. 情報受領者（伝達相手） ～誰に話したらダメなのか？～..... | 4 |
| 4. 重要情報 ～何を話したらダメなのか？～..... | 9 |
| 5. 公表 ～どうやって公表すればよいのか？～..... | 12 |
| 7. 施行日..... | 17 |

はじめに

2017年10月24日、金融庁は、「平成29年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等の公表について」を公表した¹。これは、5月に成立した「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）²について、その細目（案）を定めるものである。

金商法改正法のポイントをまとめると次の通りである³。

- 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
- 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

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）」に関連して、下記の法令・ガイドラインの改正・新設が予定されている。

- (a) 金融商品取引法施行令（改正（案））（以下、政令案）
- (b) 重要情報の公表に関する内閣府令（新設（案））（以下、重要情報公表府令案）
- (c) 金融商品取引法第27条の36の規定に関する留意事項（フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン）（新設（案））（以下、ガイドライン案）

本稿では、これらの概要を紹介する。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、別稿を参照されたい⁴（本稿では重ねて紹介しない）。

¹ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20171024.html>）に掲載されている。

² 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>）。

³ 横山淳「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）。

⁴ 吉井一洋「アナリスト受難の時代へ？」（2016年3月7日付大和総研レポート）

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日付大和総研レポート）

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日付大和総研レポート）

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日付大和総研レポート）

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

横山淳「フェア・ディスクロージャー・ルールの導入」（2017年6月8日付大和総研レポート）

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170608_012052.html

横山淳「フェア・ディスクロージャー・ルール細則案の概略」（2017年11月8日付大和総研レポート）

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20171108_012436.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」⁵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（改正金融商品取引法）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。

2. 情報提供者（伝達主体） ～誰が話したらダメなのか？～

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（改正金融商品取引法27条の36第1項）。

- ① 次のいずれかの有価証券（政令で定めるものを除く）であって上場されているもの若しくは店頭売買有価証券に該当するもの（注1）その他の政令で定めるものの発行者（上場会社等）
- (a) 社債券（金融商品取引法2条1項5号）
 - (b) 優先出資証券（同7号）
 - (c) 株券又は新株予約権証券（同9号）
 - (d) 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2）（上場投資法人等の資産運用会社）
- ③ 上記①②の役員（注3）、代理人、使用人その他の従業者（役員等）

（注1）現時点で店頭売買有価証券に該当するものは存在しない。

（注2）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3）会計参与が法人であるときは、その社員。

フェア・ディスクロージャー・ルールの対象は、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（①(c)）。金商法改正法では、それに加えて、例えば、上場投資法人（①

⁵ 「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/tosin/20161222-1.html)（以下、タスクフォース報告）p. 1。

(d) なども対象に含まれ得ることが定められていた。

今回の政令案、重要情報公表府令案は、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（伝達主体）の範囲を、インサイダー取引規制の対象となる「上場会社等」の定義（金融商品取引法施行令 27 条、27 条の 2、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 25 条など）に準じて規定している。言い換えれば、インサイダー取引規制の対象となる「上場会社等」が、基本的に、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象にもなると考えられる。

その概略を示すと次の通りである（政令案に基づく金融商品取引法施行令 14 条の 16 など）。

次の(イ)～(ホ)のいずれかに該当する有価証券（注1）のうち、金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券に該当するもの、又は取扱有価証券に該当するものの発行者

- (イ) 社債券、優先出資証券、株券、新株予約権証券、投資証券、新投資口予約権証券、投資法人債券
- (ロ) 上記(イ)（注2）を受託有価証券とする有価証券信託受益証券
- (ハ) 外国の者の発行する証券若しくは証書のうち、社債券、優先出資証券、株券、新株予約権証券の性質を有するもの又は外国投資証券（注3）
- (ニ) 上記(ハ)（注2）（注3）を受託有価証券とする有価証券信託受益証券
- (ホ) 上記(ハ)（注2）（注3）の預託を受けた者が発行国以外の国において発行する証券又は証書で、当該預託を受けたものに係る権利を表示するもの

（注1）投資証券、新投資口予約権証券、投資法人債券、外国投資証券については、いわゆる REIT が対象とされている（政令案に基づく金融商品取引法施行令 14 条の 15 第 2 号、重要情報公表府令案 2 条 2、3 項）。

（注2）金融商品取引所に上場されているものなどを除く。

（注3）指定外国金融商品取引所に上場されているものを除く。

3. 情報受領者（伝達相手） ～誰に話したらダメなのか？～

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**」と定義している（改正金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項）。

「取引関係者」は、**(1)金融商品取引業者、登録金融機関など、(2)売買等を行う蓋然性の高い者**、に大別される。「取引関係者」に該当しない者（例えば、マスメディア）であれば、選択的に情報が伝達されたとしても、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象とはならない⁶。

⁶ 伝達相手が、フェア・ディスクロージャー・ルール上の取引関係者に該当しない者であっても、インサイダー取引規制上の**会社関係者**又は**第一次情報受領者**に該当し、かつ、伝達された情報が（インサイダー取引規制上

「取引関係者」に該当する者であっても、**(3) 守秘義務契約等**を負っている場合には、適用が除外される。つまり、重要情報を伝達したとしても、上場会社等に公表の義務は生じない。

重要情報公表府令案では、これらの(1)～(3)の事項に関する細目（案）を定めている。

(1) 金融商品取引業者、登録金融機関など

「取引関係者」のうち、一つ目の類型は次の者である。

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)

(注) 役員、代理人、使用人その他の従業者のこと。

これは、「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告」（以下、タスクフォース報告）の提言のうち、「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」⁷に相当するものである。

その具体的な範囲について、重要情報公表府令案は、次の者を掲げている（重要情報公表府令案4条）。

- (イ) 金融商品取引業者 (注1)
- (ロ) 登録金融機関
- (ハ) 信用格付業者その他信用格付業を行う者
- (ニ) 投資法人 (注2)
- (ホ) 専門的知識及び技能を用いて有価証券の価値等 (注3) 又は金融商品の価値等 (注4) の分析及びこれに基づく評価を行い、特定の投資者に当該分析又は当該評価の内容の提供を行う業務により継続的な報酬を受けている者
- (ヘ) 高速取引行為者
- (ト) 外国の法令に準拠して設立された法人で外国において前記(イ)～(ハ)、(ホ)、(ヘ)と同種類の業務を行う者又は外国投資法人

の) **重要事実**に該当する場合において、その伝達相手が、その上場会社等の株式の売買などを行えば、インサイダー取引規制違反に問われることとなる。以下、逐一指摘しないが、フェア・ディスクロージャー・ルールの適用の有無と、インサイダー取引規制の適用の有無を、混同しないように留意する必要がある。

⁷ タスクフォース報告 p. 3。

(注1) 投資法人である上場会社等又はその役員等が、その業務に関して、当該上場会社等の資産の運用に係る業務の委託先である上場投資法人等の資産運用会社に重要情報を伝達する場合における、当該上場投資法人等の資産運用会社を除く。運用のための「ピークル」(「箱」)である投資法人とその運用業務委託先の資産運用会社との間での必要な情報の授受を適用対象から除外する趣旨だと考えられる。

(注2) 上場投資法人等の資産運用会社又はその役員等が、その業務に関して、当該上場投資法人等の資産運用会社に資産の運用に係る業務を委託している投資法人である上場会社等に重要情報を伝達する場合における、当該投資法人を除く。(注1)参照。

(注3) 有価証券の価値、有価証券関連オプションの対価の額又は有価証券指標の動向をいう(金融商品取引法2条8項11号イ)。

(注4) 金融商品の価値、オプションの対価の額又は金融指標の動向をいう(同11号ロ)。

なお、これらに該当する者であっても、「重要情報の適切な管理のために必要な措置」を講じているのであれば、その者において「金融商品取引業に係る業務に従事していない者」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)の対象外とされている(改正金融商品取引法27条の36第1項1号)。

ここでいう「重要情報の適切な管理のために必要な措置」とは、前記(イ)～(ハ)、(ホ)～(ト)に該当する者において、金融商品取引業等⁸以外の業務を遂行する過程で、上場会社等(又はその役員等)から伝達を受けた重要情報を、公表前に金融商品取引業等において利用しないための確な措置のことである(重要情報公表府令案5条)。

具体的な対応策としては、次のようなものが想定されている(ガイドライン案問5)。

…前略… 金融商品取引業者等以外の業務を遂行する過程において伝達を受けた重要情報を、当該重要情報が公表される前に金融商品取引業等において利用しないための社内規則等(社内規則その他これに準ずるものをいいます。)を整備し、当該社内規則等(社内規則その他これに準ずるものをいいます。)を整備し、当該社内規則等を遵守するための従業員に対する研修その他の措置を講じる必要があると考えられます。

こうした措置が講じられている場合、「金融商品取引業に係る業務に従事していない者」、すなわち、前記(イ)～(ハ)、(ホ)～(ト)に該当する者であっても、金融商品取引業等以外の業務に従事する者が、金融商品取引業等以外の業務を遂行する過程において重要情報の伝達を受けた場合には、フェア・ディスクロージャー・ルールは適用されないことになる(重要情報公表府令案6条)。

⁸ ここでいう金融商品取引業等とは、金融商品取引業、登録金融機関業務、信用格付業、専門的知識及び技能を用いて有価証券の価値等又は金融商品の価値等の分析及びこれに基づく評価を行い、特定の投資者に当該分析又は当該評価の内容の提供を行う業務、高速取引行為、外国の法令に準拠して設立された法人が外国において行うこれらの業務をいう(重要情報府令案5条)。

(2) 売買等を行う蓋然性の高い者

「取引関係者」のうち、第二の類型は、次の者である。

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**

これは、タスクフォース報告の提言のうち、「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」⁹に、概ね、相当するものである。

その具体的な範囲について、重要情報公表府令案は、「上場会社等の投資者に対する広報に係る業務」に関して重要情報の伝達を受ける次の者と定めている（重要情報公表府令案7条）。

- (a) 当該上場会社等に係る上場有価証券等（注1）の保有者
- (b) 適格機関投資家
- (c) 有価証券に対する投資を行うことを主たる目的とする法人その他の団体（注2）
- (d) 上場会社等の運営、業務又は財産に関する情報を特定の投資者等に提供することを目的とした会合の出席者（注3）

（注1）当該上場会社等が発行するものに限る。

（注2）外国の法令に準拠して設立されたものを含む。

（注3）当該会合に出席している間に限る。

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」とは、いわゆる IR 業務が想定されている¹⁰。そのため、下記のように、IR 業務に関して伝達が行われるのではない場合、例えば、企業グループの経営管理のために、上場会社等が親会社（上記(a)に該当）に重要情報を伝達する場合には、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象にはならないとの見解が、ガイドライン案で示されている（ガイドライン案問6）。

上場会社等が他の会社の子会社である場合には、当該上場会社等の属する企業グループの経営管理のために、株主である親会社に重要情報を伝達する場合があります。このような重要情報の伝達は、通常、「投資者に対する広報に係る業務に関して」行われるものではなく、本ルールの対象とはならないものと考えられます。

⁹ タスクフォース報告 p. 3。

¹⁰ 金融庁「平成 29 年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等の公表について」（脚注 1 参照）。

これと同様の考え方は、例えば、取引先の銀行、持合い先の事業会社などの場合にも、当てはまり得るだろう。その意味では、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筆者は受ける。

(3) 守秘義務等

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**、次の①かつ②の義務（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¹の適用対象とはならない（改正金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項但書）。

- 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義務（守秘義務）
- 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）をしてはならない義務（売買禁止義務）

（注1）「上場有価証券等」とは、（伝達を行った上場会社等の）社債券、優先出資証券、株券、新株予約権証券、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（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。

ある取引関係者が、法令により、守秘義務等を負っている場合には、その取引関係者に重要情報を伝達したとしても、上場会社等は、その重要情報の開示義務を負わないことになる。法令上、守秘義務等を負っていない取引関係者であっても、個別に守秘義務等を定めた契約を締結すれば、同様である。

それでは、法令により守秘義務等を負っている取引関係者とは、具体的にどのような者が想定されるのだろうか？ガイドライン案は、例えば、次のケースを掲げている（ガイドライン案問7）。

- ①証券会社の投資銀行業務を行う部門との間で組織再編や資金調達等の相談をするために重要情報を伝達する場合
- ②信用格付業者に債券等の格付を依頼する際に重要情報を伝達する場合

これらの者は、金融商品取引法やその関連法令（①については、自主規制機関（日本証券業協会）の規則にも言及あり）により、守秘義務等を負っているとの考え方である。

4. 重要情報 ～何を話したらダメなのか？～

(1) 基本となる考え方

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、次の情報をいうと定めている（改正金融商品取引法 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つて、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの

今回の政令案、重要情報公表府令案では、重要情報の範囲に関する客観的な基準などは定められていない。もちろん、インサイダー取引規制上の重要事実に見られるような、いわゆる軽微基準・重要性基準なども設けられていない。

ガイドライン案も、重要情報について、タスクフォース報告の考え方¹¹を踏襲して、「**未公表の確定的な情報であつて、公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のある情報**」と説明しているものの（ガイドライン案問 4）、具体的・客観的な判断基準は示していない。

ただし、ガイドライン案は、下記(2)、(3)で紹介するように、重要情報の該当性に関する考え方、事例をいくつか示している。上場会社等は、これらを参考にしつつ、フェア・ディスクロージャー・ルールの趣旨を踏まえ、自ら、個々の事案に応じて、重要情報に当たるか否かを判断しなければならないと言えるだろう。

(2) 上場会社等における情報管理の範囲

ガイドライン案は、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入を踏まえた上場会社等における情報管理のあり方について、次のような見解を示している（ガイドライン案問 2）。

¹¹ タスクフォース報告 p. 3。

本ルールを踏まえた情報管理については、例えば、上場会社等は、それぞれの事業規模や情報管理の状況に応じ、次のいずれかの方法により重要情報を管理することが考えられます。

- ①諸外国のルールも念頭に、何が有価証券の価額に重要な影響を及ぼし得る情報が独自の基準を設けてIR実務を行っているグローバル企業は、その基準を用いて管理する
- ②現在のインサイダー取引規制等に沿ってIR実務を行っている企業については、当面、
 - ・インサイダー取引規制の対象となる情報、及び
 - ・決算情報（年度又は四半期の決算に係る確定的な財務情報をいいます。③において同じ。）であって、有価証券の価額に重要な影響を与える情報を管理する
- ③仮に決算情報のうち何が有価証券の価額に重要な影響を与えるのか判断が難しい企業については、インサイダー取引規制の対象となる情報と、公表前の確定的な決算情報を全て本ルールの対象として管理する

この3つの方法のうち、最低限の情報管理の範囲は②となります。

これは、直接的には、上場会社等における情報管理について定めたものだが、同時に、重要情報についての金融庁の考え方も示されていると言えるだろう。特に、②の「インサイダー取引規制の対象となる情報」プラス「決算情報であって、有価証券の価額に重要な影響を与える情報」が、**当面**、管理すべき重要情報のミニマム・スタンダード（「最低限の情報管理の範囲」）である旨が示されていることは参考となる。

さらに、最も簡便な情報管理のあり方として、③の「インサイダー取引規制の対象となる情報」プラス「決算情報（軽微基準なし）」が示されていることも、重要情報の範囲を検討する上で、参考となるだろう（次頁図表も参照）。

もっとも、ここで示されているのは、あくまでも**情報管理におけるミニマム・スタンダード**である。これ以外の情報であれば、公表は全て不要だと考えるのは余りに短絡的であろう。タスクフォース報告では、「発行者と投資家の対話の中で何が重要な情報であるかについて、プラクティスを積み上げることができるようにすることが望ましい」¹²と指摘されていた。この趣旨を踏まえれば、当面は、②（あるいは③）を重要情報のベースラインに設定するとしても、今後、自社にとっての重要情報は何かについて、投資者との対話を通じてコンセンサス作りを進め、積極的な開示・公表に取り組むことが重要であると筆者は考えている（p. 15 参照）。

¹² タスクフォース報告 p. 2。

図表 インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲

| 対象 | 対象外 |
|---|---|
| 法律で列挙されている重要事実 | 軽微基準 |
| 株式の募集 | 払込金額総額が1億円未満 |
| 資本金の額の減少 | — |
| 株式交換・株式移転 | 子会社となる会社の総資産額が親会社となる会社の純資産額30%未満かつ売上高10%未満 |
| 合併 | 合併による資産増加額が純資産額30%未満かつ売上高10%未満 |
| 災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害 | 損害額が純資産額の3%未満 |
| 上場廃止申請 | — |
| 財務情報 | 公表済の数値からの売上高10%未満かつ経常利益・純利益30%未満の変動 |
| 新製品・新技術の企業化 | 今後3年間の年度ごとの売上増加額が売上高の10%未満かつ支出額が固定資産の10%未満 |
| バスケット条項 「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」 ・判例等 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 多額の架空売上計上と営業資金の不足（東京地判平成4-9-25） ➢ 販売した新薬につき副作用とみられる死亡例の発生（大阪高判平成13-3-16） ➢ 監視委からの強制調査を受け、粉飾決算が明らかになりそうであるという事実（さいたま地判平成21-3-31） ➢ 過年度決算数値の過誤（平成21-11-20課徴金納付命令） | <div style="border: 1px solid black; border-radius: 15px; padding: 10px; background-color: #e0f2f7;"> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 期末時点での決算の見込み等については、軽微基準に該当する情報でも株価に影響を及ぼすものがあり、こういった情報の伝達が先般の証券会社に対する行政処分の事案で問題となった。 ➢ このため、フェア・ディスクロージャー・ルールについては、こうした軽微基準に該当するものであっても、株価に影響を及ぼす情報については対象とする必要がある。 </div> |

（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

(3) 個別事例

ガイドライン案は、①「中長期的な企業戦略・計画等」、②「既に公表した情報の詳細な内訳や、補足説明、公表済の業績予想の前提となった経済の動向の見込み」、③「いわゆる『モザイク』情報」に関して、次のような見解を示している（ガイドライン案問4）。

- ①今後の中長期的な企業戦略・計画等に関する経営者と投資家との建設的な議論の中で交わされる情報は、一般的にはそれ自体では本ルールの対象となる情報に該当しないと考えられます。ただし、例えば、中期経営計画の内容として公表を予定している営業利益・純利益に関する具体的な計画内容などが、それ自体として投資判断に活用できるものである場合であって、その計画内容を中期経営計画の公表直前に伝達するような場合は、当該情報の伝達が重要情報の伝達に該当する可能性がある点にご留意下さい。
- ②既に公表した情報の詳細な内訳や補足説明、公表済の業績予想の前提となった経済の動向の見込みは、一般的にはそれ自体では本ルールの対象となる情報に該当しないと考えられます。ただし、こうした補足説明等の中に、例えば契約済みの為替予約レートの数値のような、その後の実体経済の数値と比較することで容易に今後の企業の業績変化が予測できる情報が含まれる場合は、当該情報が重要情報に該当する可能性がある点にご留意下さい。
- ③工場見学や事業別説明会で一般に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で投資判断に活用できるものの、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、それ自体では本ルールの対象となる情報に該当しないと考えられます。

①～③のいずれも、原則として、重要情報には該当しないというのが金融庁の見解である。ただし、①、②については、例外的に、重要情報に該当する余地があるとの留保が付けられている。私見ではあるが、ここで付されている留保については、その内容・趣旨を実質的に理解すべきであって、個々の文言（「中期経営計画」、「営業利益・純利益」、「契約済みの為替予約レート」など）を過度に形式的に理解することは妥当ではないと思われる。そのためにも、趣旨・考え方について、もう少し踏み込んだ説明がなされることを期待したい。

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を、次のように定めている（改正金融商品取引法 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

これを受けて、重要情報公表府令案では、次の公表方法を定めている（重要情報公表府令案 10 条）。

- ①重要情報が記載された臨時報告書、有価証券報告書などが提出され、公衆縦覧に供されること（EDINET による法定開示）
- ②会社の代表取締役・代表執行役・その委任を受けた者が、重要情報を所定の報道機関 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）
- ③金融商品取引所規則で定めるところにより、重要情報を取引所に通知し、その金融商品取引所において所定の電磁的方法により公衆縦覧に供されること（TDNet による適時開示）（注 1）
- ④上場会社等がそのウェブサイトに重要情報を掲載すること（注 2）

（注 1）いわゆるプロ向け市場については、別途規定が定められている（重要情報公表府令案 10 条 4 号）。

（注 2）「当該ウェブサイトに掲載された重要情報が集約されている場合であって、掲載した時から少なくとも 1 年以上投資者が無償でかつ容易に重要情報を閲覧することができるようにされている」ことが要件とされる（同 5 号）。

これらのうち①～③は、インサイダー取引規制における「公表」手続（金融商品取引法 166 条 4 項、金融商品取引法施行令 30 条）と基本的に同じものである。④は、自社ウェブサイトに重要情報を掲載する方法である。

①～③の手続を実施すれば、インサイダー取引規制上も、フェア・ディスクロージャー・ルール上も、「公表」があったものと考えられる。他方、④の手続（ウェブ開示）の場合、理論上、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」のままという状態になる。伝達された重要情報が、インサイダー取引規制上の重要事実にも該当する場合（該当するおそれがある場合）には、留意が必要となるだろう。

(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（改正金融商品取引法 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（同時ではなく）、**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（改正金融商品取引法 27 条の 36 第 2 項）。

(a) 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

(b) 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」。

上記(b)でいう「内閣府令で定める場合」について、重要情報公表府令案は、具体的に次のケースを規定している（重要情報等府令8条）。

◇上場会社等の役員等が、その業務に関して、取引関係者に意図せず重要情報を伝達した場合

◇上場会社等又はその役員等が、その業務に関して、取引関係者に重要情報の伝達を行った時において、伝達の相手方が取引関係者であることを知らなかった場合

ここでいう「意図せず重要情報を伝達した場合」とは、**「例えば、上場会社等としては伝達する予定のなかった重要情報を、その役員等がたまたま話の流れで伝達してしまったような場合」**が想定されている（ガイドライン案問8）。

(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（改正金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項但書）。

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、その公表前に次のいずれか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（改正金融商品取引法 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（改正金融商品取引法 27 条の 36 第 3 項但書）。

これを受けて、重要情報公表府令案は、「やむを得ない理由」として、具体的に次のものを定めている（重要情報公表府令案 9 条）。

①取引関係者が受領した重要情報が、上場会社等が行い、又は行おうとしている次に掲げる行為に係るものであって、公表することにより、その行為の遂行に重大な支障が生ずるおそれがあるとき

- イ 吸収合併
- ロ 新設合併
- ハ 吸収分割
- ニ 新設分割のうち二以上の株式会社又は合同会社が行うもの
- ホ 株式交換
- ヘ 株式移転
- ト 重要な事業譲渡等
- チ 公開買付け、自己株式公開買付け
- リ 資本又は業務上の提携

②取引関係者が受領した重要情報が、その上場会社等が発行する優先出資証券（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）の募集、売出し、又はこれに類する行為に係るものであって、その重要情報を公表することにより、その行為の遂行に重大な支障が生ずるおそれがあるとき

これは、衆議院財務金融委員会における金商法改正法の審議で、金融庁の池田総務企画局長が行った次の答弁の考え方がベースとなっているものと思われる。

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せんけれども、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。

守秘義務等に違反した情報漏洩について、一点だけ付け加えておきたい。

前述の通り、取引関係者が守秘義務等に違反して重要情報を漏洩したとき、フェア・ディスクロージャー・ルール上、上場会社等に公表義務が発生するのは、あくまでも**他の取引関係者**に漏洩したケースである。漏洩相手が**取引関係者に該当しない場合、例えば、マスメディア、ジャーナリストなど**であれば、フェア・ディスクロージャー・ルール上は、上場会社等に公表義務は生じないと解される。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。現在でも、東京証券取引所は、投資者の投資判断に重要な影響を与えるおそれがある不明確な情報が発生した場合などには、投資者に対する注意喚起を実施するほか、上場会社に対して照会、開示の要請を行っている¹³。上場会社等には、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入後も、適時、適切な情報開示等を心掛けることが望まれる。

(4) 取引関係者から「重要情報に該当するのでは」と指摘された場合

前述の通り、何が重要情報に該当するののかについて、上場会社等と投資者との間の対話の中でプラクティスを積み上げることが期待されている。そうした対話の中で、上場会社等が、「伝達された情報が重要情報に該当するのではないか」との指摘を取引関係者から受けることも考えられる。そのような場合の対応について、ガイドライン案は次のような見解を示している（ガイドライン案問3）。

両者の対話を通じて、

- ①当該情報が重要情報に該当するとの指摘に上場会社等が同意する場合は、当該情報を速やかに公表する
- ②両者の対話の結果、当該情報が重要情報に該当しないと結論に至った場合は、当該情報の公表を行わない
- ③重要情報には該当するものの、公表が適切でないと考える場合は、当該情報が公表できるようになるまでの間に限って、当該取引関係者に守秘義務及び当該上場会社等の有価証券に係る売買等を行わない義務を負ってもらい、公表を行わない

といった対応を取ることが考えられます。

要するに、両者（上場会社等と取引関係者）の対話を通じてコンセンサスを形成し、それに基づいた対応を行う（①②）。どうしても公表が難しい場合には、守秘義務契約等の活用を考え

¹³ 横山淳「いわゆるスクープ報道と適時開示を巡って」（2014年6月20日付大和総研レポート）参照。
http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140620_008668.html

る (③) ということであろう。

もともと、ガイドライン案で示されている対応は、いずれも両者の「同意」が前提となっている。同意に至らなかった場合の対応については、何も示されていない。「重要情報に該当するので公表してほしい」という投資者に対して、「重要情報に該当しないから公表の義務はない」という上場会社等の見解が対立した場合、どのように対応するべきであろうか？

私見だが、「フェア・ディスクロージャー・ルールに基づく公表」という法的な義務の有無はともかく、「重要情報に該当するのではないか」との指摘を受けた場合、公表をどうしても拒否しなければならない特段の事情がない限り、上場会社等は、任意での開示・公表に応じるというベスト・プラクティスができることが、フェア・ディスクロージャー・ルールの趣旨からも、積極的な開示や対話を求めるコーポレートガバナンス・コードのからも望ましいのではないかと思われる。

いずれにせよ、ベスト・プラクティスが確立するまでは、対話や開示の現場において様々な混乱が生じることも想定される。対応に悩む関係者（上場会社等、投資者など）が相談できる「窓口」のようなものが、当局、自主規制機関、関係団体などに設置されることを期待したい。

さらに、対話や開示の現場から実際に生じた問題・課題などを関係者が共有できるように、「事例集」のようなものが、当局、自主規制機関、関係団体などによってとりまとめられ、公表されることも有益だと思われる。

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）。

今回の政・府令等案の公表に当たって、金融庁は、具体的な施行日を「**平成30年4月1日**」とする方針を明らかにしている¹⁴。

¹⁴ 金融庁「平成29年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等の公表について」（脚注1参照）。