

2018年5月18日 全9頁

フェア・ディスクロージャー・ルール細則 「重要情報」とは

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]

- 2018年4月1日からフェア・ディスクロージャー・ルールが施行されている。
- フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる「重要情報」の範囲については、金融商品取引法上、「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」とだけ定められており、細則を定める政省令でもその具体的な基準は定められていない。
- ただ、2018年2月に公表されたガイドラインの中で、①「確定的な情報」、かつ、②「有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性」がある場合に、重要情報に該当すると金融庁の見解が示されている。
- ガイドラインでは、上場会社が、重要情報として、最低限、管理すべき情報として、「インサイダー取引規制の対象となる情報」及び「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」が掲げられている。逆に、「中長期的な企業戦略・計画等」や「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、例外はあるものの、原則として重要情報には該当しない、との見解も示されている。

はじめに

フェア・ディスクロージャー・ルールを導入する「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）¹²が、2018年4月1日から施行されている。

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

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 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）。

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」³と説明されている。金商法改正法でも、これを踏まえて、次のような規制を新たに設けている（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。

本稿では、これらの中のフェア・ディスクロージャー・ルールの細則のうち、**「重要情報」**に関する規定を紹介する。なお、文章中の法令名などは、特に断らない限り、改正後のものを意味する。

1. 重要情報 その基本となる考え方 ～何を話したらダメなのか？～

(1) 重要情報の定義

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（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

(2) 重要情報の判定方法

金商法改正法やその細目を定める政令（金融商品取引法施行令）、内閣府令（金融商品取引法第二章の六の規定による重要情報の公表に関する内閣府令（以下、重要情報公表府令）⁴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。

ただ、金融庁はガイドライン（金融商品取引法第 27 条の 36 の規定に関する留意事項について（フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン）⁵の中で、重要情報について、タスクフォース報告の考え方⁶を踏襲して、**「未公表の確定的な情報であって、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（ガイドライン問 2）。すなわち、大きく次の二つの判断要素があり、これらを同時に満たす場合に、重要情報に該当すると

³ 「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。

⁴ 平成 29 年 12 月 27 日付官報号外第 282 号。金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20171227.html>）にも新旧対照表などが掲載されている。

⁵ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20180206.html>）に掲載されている。

⁶ タスクフォース報告 p. 3。

解されているのである。

- ①「確定的な情報」(確定性)
- ②「有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性」(重要性)

①の「確定的な情報」は、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”))でいう“information of a precise nature”が念頭にあるものと思われる。EUの規制においては、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、下線太字は筆者)。

この考え方を踏まえれば、「確定的」とは、いわゆる過去に関する事実にとどまらない。将来に関する情報(例えば、予想、予測、見通しなど)であっても、合理的な根拠に基づいて期待できる程度に確実なものであれば、「確定的」だと判断され得ると考えられるだろう。

②の重要性については、端的に言えば、株価に影響するか否かがメルクマールとなる。その意味では、既に市場に織り込まれている情報なのか、市場のコンセンサスはどこにあるのか、などといった点が問題となるだろう。

上場会社等としては、こうした考え方を踏まえ、後述(2、3)する事例も参考にしつつ、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する必要があると言えよう。

2. FDルールの「重要情報」を踏まえた情報管理の範囲

(1) 上場会社等における情報管理のあり方

ガイドラインは、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(ガイドライン問2)。

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。

これは次頁の図表（太線枠内）で示されていた考え方を踏まえたものと言えるだろう。

管理が求められる決算情報には、定量的な情報のみならず、**「増収見込みである旨などの定性的な情報」**も含まれる（2018年2月6日「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」⁷（以下、「金融庁の考え方（ガイドライン）」4。下線太字は筆者）。

その一方、仮に、②の管理方法を採用した場合、例えば、次の情報は、管理対象から外れることも考えられる（「金融庁の考え方（ガイドライン）」4、5、7）。

(a) 月次の売上等の数値

(b) 組織再編などに関する情報のうち、インサイダー取引規制における軽微基準に該当する情報

(c) 親会社等による売出し等により「主要株主の異動」(注)が発生する可能性があるという情報

(d) 事故や災害などによる損害額が、インサイダー取引規制における軽微基準を超えない場合における、当該事故等による損害に関する情報（インサイダー取引規制におけるバスケット条項に該当しない場合）

(注)「主要株主の異動」が発生すれば、インサイダー取引規制上の重要事実該当する（金融商品取引法 166 条 2 項 2 号）。ここでは、「発生した」とまでは言えず、単に「発生する可能性がある」とどまる場合には、②の管理方法の下では、当面、管理対象としないことも考えられるという趣旨ではないかと推測される。

もっとも、②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。上記(a)～(d)を含め、②の管理対象から外れる情報だとしても、直ちに、重要情報に該当せず、特定の者に伝達しても公表は不要だと考えるのは不適切であろう。ガイドラインも、管理すべき情報の範囲は実務の積み上げの中で決まっていくとの見解を次のように示している（「金融庁の考え方（ガイドライン）」1、2）。

FD ルールの実施に当たっては、上場会社等と投資家との対話の中で、実務の積上げを図っていくことが望ましいと考えられているところであり、上場会社等においては、何が重要情報に当たるかについて、投資家と積極的に対話することが期待されています。

こうした実務の積上げの中で、上場会社等の実情に応じ、どのような情報を重要情報として管理していくかが確定していくものと考えられます。

⁷ 金融庁のウェブサイト (<https://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20180206.html>) に掲載されている。

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

当面、②の方法に沿って情報管理を行うとしても、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。

(2) 「管理すべき情報」と「重要情報」との関係

前記(1)のガイドラインは、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である。従って、FD ルール上の「重要情報」の範囲を定めたものではない。ただ、このガイドラインに、重要情報についての金融庁の考え方の一端が示されているとすることはできるだろう。

特に、前述の通り、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、「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重要である。この点は、重要情報への該当性という観点に立てば、②が、どの会社においても該当する「重要情報の最低ライン」を示していると考えられるのではないかと、筆者には思われる。

もちろん、重要情報の範囲は、各社が自社の実情に応じて、確定性、重要性の観点から判断すべきものである。最低ラインの情報だけが重要情報のすべてだと考えるべきではないだろう。

3. 原則として「重要情報」に該当しない情報

(1) ガイドラインの考え方

ガイドラインは、原則として、重要情報に該当しないものの例として、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」を掲げている。具体的には、次の通りである（ガイドライン問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ような、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、企業の業績と契約済みの為替予約レートの関係に関する情報であって、その後の実際の為替レート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ような、それ自体とし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が含まれる場合は、そのような情報は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。

もともと、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」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点に留意が必要である。

それでは、どのような場合に、①や②であっても重要情報に該当するのか。この点については、ガイドラインにおいても、明確な基準が示されているわけではない。ただ、重要情報に該当するか否かの判断に当たっては、「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」があるかどうかを個別・具体的に検討すべきであるとの考え方をガイドラインから読み取ることにはできるだろう。そして、この姿勢は、2017年10月に示された原案⁸と比較して、最終のガイドラインでは、より明確に示されているように感じられる。

(2) 「中長期的な企業戦略・計画等」が重要情報に該当する場合とは

ガイドラインは、①「中長期的な企業戦略・計画等」は、原則、重要情報に該当しないものの、例外的に重要情報に該当する場合があるとしている。

具体的には、**公表前**の中期経営計画について、事前に投資家等と相談・意見交換するようなケースにおいて、その中期経営計画の内容に「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ような、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」が含まれているという事例を、「重要情報の伝達に該当する可能性がある」としている。なお、中期経営計画は、あくまでも「計画」であり、将来の予定に過ぎず、「確定的」とは言えないのではないかと、との指摘がなされる場合がある。しかし、将来に関する情報（例えば、予想、予測、見通しなど）であっても、「確定的」であり得ることは前述（3頁）の通りである。

ここで重要なのは、「公表前」の伝達であるという点と、「それ自体として投資判断に活用できるような、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」であるという点であろう。

個々の文言（「中期経営計画」、「営業利益・純利益」など）に形式的に当てはまるからといっ

⁸ 金融庁のウェブサイト (<https://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20171024.html>) に掲載されている。

て、直ちに重要情報に該当するわけではないと思われる（「金融庁の考え方（ガイドライン）」14、15）。同様に、これらの文言に形式的に当てはまらないからといって、直ちに重要情報に該当しないと判断すべきでもないだろう。

(3) 「ブレイクダウン情報」、「補足説明」などが重要情報に該当する場合とは

ガイドラインは、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」、すなわち、いわゆるブレイクダウン情報や補足説明なども、原則、重要情報に該当しないものの、例外的に重要情報に該当する場合があるとしている。

具体的には、補足説明等の中に、単なる補足説明に留まらない、「企業の業績と契約済みの為替予約レートの関係に関する情報であって、その後の実際の為替レート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ような、それ自体とし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」が含まれていたという事例を、「重要情報に該当する可能性がある」としている。

ここでも重要なのは、「容易に今後の企業の業績変化が予測できるような、それ自体とし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」であるという点だろう。

個々の文言（「契約済みの為替予約レート」など）に形式的に当てはまるからといって、直ちに重要情報に該当するものではなく（「金融庁の考え方（ガイドライン）」14、15）、これらの文言に形式的に当てはまらないからといって、直ちに重要情報に該当しないと判断すべきでもないだろうことは、前記(1)と同様である。

私見だが、例えば、為替が1円円高になるとその会社の損失がどれくらいになるかに関する情報（いわゆる為替感応度）と為替予約レートが明らかになれば、実際の為替レートと比較することで、為替による損失がどの程度かはある程度判明する。しかし、為替による損失が判明したところで、それだけでは会社全体の業績の行方はまったくわからないという場合であれば、通常、「それ自体として公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす」ものとは考えにくく、重要情報に該当する可能性は低いのではないかと思われる。

(4) 「モザイク情報」とは

ガイドラインは、③（「モザイク情報」）は、常に重要情報に該当しないとしている。ただ、何が「モザイク情報」に該当するか、は必ずしも明らかではない。

「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」という定義から、「モザイク情報」は、しばしば「パズルの1ピース」に喩えられる。しかし、伝達された情報単独では、投資判断に影響を及ぼすことはない場合であっても、「当該情報と過去に提供されたその他の情報とを一体として見た場合、上場会社等の業績を容易に推知し得るような場合には、FDルールの対象となる可能性」があることには留意が必要であろう（「金融庁の考え方（ガイドラ

イン)」17)。つまり、提供した情報が、一見、「パズルの1ピース」に過ぎないような場合でも、それと組み合わせることで「上場会社等の業績を容易に推知し得る」ような「対になるピース」を過去に提供している場合には、一体として、重要情報の伝達に該当する可能性があるということである。

こうした考え方を踏まえれば、筆者は、「モザイク情報」とは、単に「細切れになった情報」を意味するものではないと考えている。あくまでも私見だが、「モザイク情報」とは、「生の素材」のままでは使い物にならないが、しかるべき人（例えば、アナリスト）が、その知識、能力、経験、技術などを注ぎ込んで加工することで、高い付加価値を持った存在に生まれ変わるような情報である、と筆者は考えている。

このようなケースにおいて、公正、公平な情報伝達の観点から重要になるのは、そのままでは使い物にならない「生の素材」の上場会社による伝達のあり方ではなく、加工されて生まれ変わった高付加価値情報のアナリストによる発信のあり方（例えば、アナリスト規制）だと考えられるからである。もちろん、上場会社が伝達するアナリストを恣意的に選別することはしない、というのが、ここでの大前提である。