

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 取引関係者とは

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・ルールに基づく公表義務は、重要情報の伝達相手が「取引関係者」である場合に発生する。「取引関係者」とは、具体的には、①「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」（金融商品取引業者、登録金融機関など）、又は、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」（株主など）である。
- なお、重要情報の伝達相手が「取引関係者」に該当する者であっても、その者が、法令又は契約により守秘義務契約等を負っている場合には、原則、フェア・ディスクロージャー・ルールの適用が除外される。典型的には、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などが、これに当てはまる。

## 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）<sup>1</sup><sup>2</sup>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」<sup>3</sup>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）。

<sup>1</sup> 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>）。

<sup>2</sup> 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](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170522_011991.html)）。

<sup>3</sup> 「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](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。

「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、「**取引関係者**」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. 情報受領者（伝達相手） ～誰に話したらダメなのか？～

### (1) 概要

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（金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項）。

「取引関係者」に該当する者として、「有価証券の売買に関与する蓋然性が高いと想定される」<sup>4</sup>者が指定されている。具体的には、①「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」（**金融商品取引業者、登録金融機関など**）と、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」（**株主など**）、に大別される<sup>5</sup>。「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<sup>6</sup>。

「取引関係者」に該当する者であっても、**守秘義務及び売買禁止義務**を負っている場合には、原則、フェア・ディスクロージャー・ルールの適用が除外される（後述 2）。つまり、重要情報を伝達したとしても、原則、上場会社等に公表の義務は生じない。

### (2) 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。

<sup>4</sup> 齋藤肇・田原泰雅『逐条解説 2017 年金融商品取引法改正』（商事法務、2018 年）p. 68。

<sup>5</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～」（平成 28 年 12 月 7 日）（以下、タスクフォース報告）p. 3。

<sup>6</sup> 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。

その具体的な範囲について、フェア・ディスクロージャー・ルールの細則を定める内閣府令（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）<sup>7</sup>は、次の者を掲げている（重要情報公表府令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

（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「ビークル」（「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（金融商品取引法27条の36第1項1号、重要情報公表府令6条）。

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<sup>8</sup>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（「金融商品取引法第27条の36

<sup>7</sup> 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。

<sup>8</sup> ここでいう金融商品取引業等とは、金融商品取引業、有価証券に関連する情報の提供若しくは助言を行う業務、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（重要情報公表府令5条）。

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）」<sup>9</sup>（以下、ガイドライン）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、当該社内規則等を遵守するための役員・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。

### (3) 有価証券を売買することが想定される者（株主など）

「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

その具体的な範囲について、重要情報公表府令は、「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（注2）
- (b) 適格機関投資家（注2）
- (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3）
- (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4）

（注1）当該上場会社等が発行するものに限る。

（注2）(a) (b)が、前記(2)（金融商品取引業者、登録金融機関など）にも該当する場合、その役員等については、「担当する業務に応じ、それぞれの規定の適用を受けることになる」と考えられている（2017年12月27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」（以下、「金融庁の考え方（府令）」）208）。例えば、金融商品取引業者、登録金融機関などとしての業務を担当する役員等は、(3)（株主、適格機関投資家など）ではなく、前記(2)のグループに属するものと考えられる。

（注3）外国の法令に準拠して設立されたものを含む。

（注4）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<sup>10</sup>。そのため、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、ガイドラインで次のように示されている（ガイドライン問6）。

<sup>9</sup> 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。

<sup>10</sup> 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7参照）。

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。

同様のことは、「企業グループの経営管理のために、当該上場会社等を関連会社とする株主に重要情報を伝達するとき」（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」（以下、「金融庁の考え方（ガイドライン）」21）にも当てはまる。

こうした企業グループ内における経営管理のため情報伝達以外で、「投資者に対する広報に係る業務」に関して行われたいケースとしては、他にどのようなものがあるだろうか。

金融庁は、例えば、「生命保険会社の営業担当者が、保険募集や融資営業の過程において、顧客である上場会社等の重要情報の伝達を受ける場合」（2017年12月27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」<sup>11</sup>（以下、「金融庁の考え方（府令）」211）が該当するとしている。これは、通常の営業活動の一環として行われる情報伝達であって、「投資者に対する広報に係る業務」を通じた情報伝達ではない、との考え方であろう。

こうした考え方を踏まえれば、例えば、取引先の銀行、取引関係に基づく持合い先の事業会社などとの間で、取引の担当者が情報伝達を行うような場合も、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、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象外と言えるようにも思われる。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、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」）の範囲が狭くなっている印象を筆者は受ける。

## 2. 守秘義務・売買禁止義務に基づく適用除外

### (1) 概要

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・ルールの適用対象とはならない（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、

<sup>11</sup> 金融庁のウェブサイト（<https://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20171227-0.pdf>）に掲載されている。

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。

## (2) 法令又は契約により守秘義務・売買禁止義務を負う者とは

ある取引関係者が、法令により、守秘義務かつ売買禁止義務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。なお、ここでの契約は、必ずしも書面によって締結されている必要はないものと思われる<sup>12</sup>。

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？ガイドラインは、例えば、次のケースを掲げている（ガイドライン問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。

その他に、例えば、次の場合にも上記①に準じて取り扱われる、との見解が示されている（「金融庁の考え方（ガイドライン）」23、25）。つまり、重要情報の伝達を行ったとしても、公表義務は課されない。

◇投資銀行業務を行っていない部門に属する者が、個別の案件において、投資銀行業務を行う部門に属する者として、適切な法人関係情報の管理態勢のもとで重要情報の伝達を受ける場合

◇投資銀行業務の遂行のために必要な範囲で、（その証券会社の）関係会社に重要情報を伝達する場合（その関係会社が守秘義務等を負っていることが前提）

◇外国において金融商品取引業と同種類の業務を行う者の投資銀行業務を行う部門への重要情報の伝達（必要な態勢が構築されていることが前提）

加えて、証券会社の（投資銀行部門に属していない）営業担当者への重要情報の伝達であっても、次の要件をいずれも満たす場合には、フェア・ディスクロージャー・ルールに基づく公表は不要との見解も示されている<sup>13</sup>（「金融庁の考え方（ガイドライン）」24）。

<sup>12</sup> 例えば、金融庁は「金融機関が、上場会社等との間で黙示の合意や商慣習等により守秘義務を負う場合については、改めて守秘義務契約を締結する必要はないものと考えられます」との見解を示している（「金融庁の考え方（ガイドライン）」28）。ただし、フェア・ディスクロージャー・ルールの適用除外が認められるためには、守秘義務だけでなく、売買禁止義務も負う必要があることに留意が必要である。

<sup>13</sup> ここでの金融庁の見解は、あくまでもフェア・ディスクロージャー・ルールに基づく公表義務の有無を論じたものである。実際には、それ以外の規制（インサイダー取引規制、法人関係情報規制など）の適用関係にも留

- ◇伝達の際にその情報が「重要情報」であることを相互確認
- ◇証券会社の社内規則等により「守秘義務」や「有価証券売買の禁止」に係る義務が課されていることを説明
- ◇適切な法人関係情報管理が相互に合意され、実施

### (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・ルールの適用対象とはならない（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（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（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 9 条）。

- ①取引関係者が受領した重要情報が、上場会社等、その親会社・子会社、（上場投資法人等の場合、その資産運用会社）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 合併
  - ロ 会社分割
  - ハ 株式交換
  - ニ 株式移転
  - ホ 事業の全部又は一部の譲渡・譲受け
  - ヘ 公開買付け、自己株式公開買付け
  - ト 子会社の異動を伴う株式又は持分の譲渡又は取得
  - チ 破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始の申立て
  - リ 資本又は業務上の提携、提携の解消

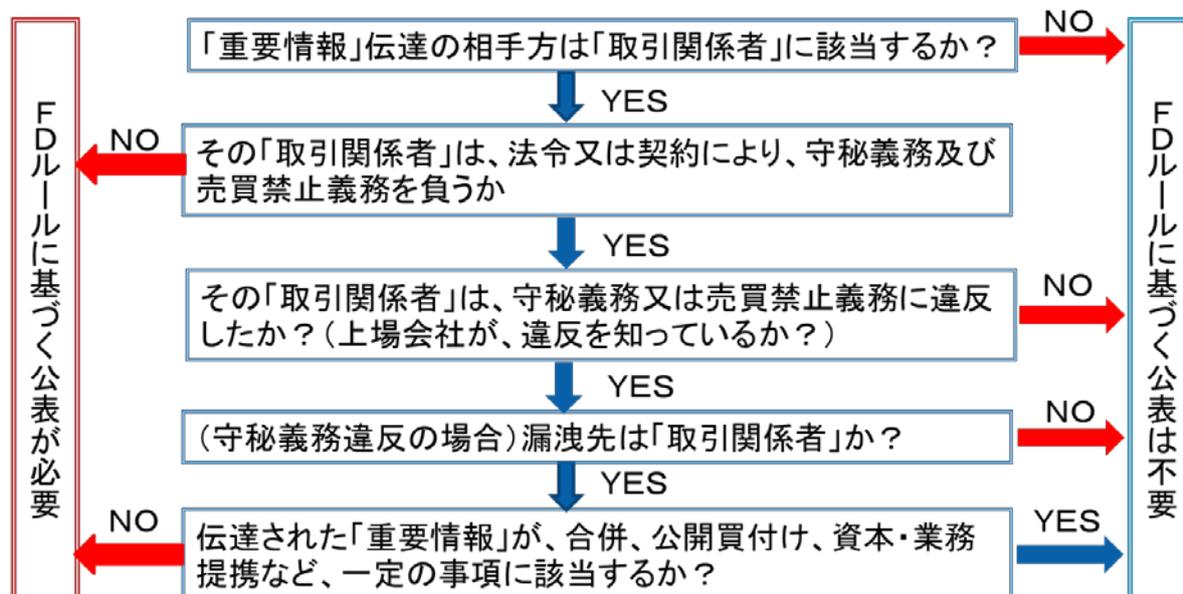
意が必要だろう。

②取引関係者が受領した重要情報が、上場会社等が発行する優先出資証券、株券又は新株予約権証券、投資証券、新投資口予約権証券、投資法人債券、外国投資証券の募集、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

①については、上場会社等だけではなく、「上場会社等の親会社及び子会社並びに外国会社及び投資法人等が行う組織再編等」も含まれている点に留意する必要がある（「金融庁の考え方（府令）」224～225）。

以上のことを整理すると次の図表のようになるだろう。

図表 フェア・ディスクロージャー・ルールに基づく公表と守秘義務等の関係（概略）



（出所）大和総研金融調査部制度調査課作成

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・ルール導入を通じて、いわゆるスクープ報道などにより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ことは期待しにくい。

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<sup>14</sup>。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。

---

<sup>14</sup> 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](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140620_008668.html)