

フェア・ディスクロージャー・ ルールと開示規制

弁護士 草地 邦晴

1 フェア・ディスクロージャー・ルールの導入

上場会社においては、コーポレート・ガバナンス・コードの要請もあって、株主・投資家との建設的な対話が促進され、業務上・財務上の情報が提供される機会が増大している。他方で、いわゆるフェア・ディスクロージャー・ルール（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。以下「FDルール」という。）は、米国やEUでは定めがあるものの、我が国の法制上にはなかった。

そのため、FDルールの導入が提言¹されることとなり、金融商品取引法（以下「法」という。）が改正されて、「第2章の6 重要情報の公表」において法定され、平成30年4月から施行に至った。

FDルールの導入については、次のような意義があるとされている。すなわち、情報開示ルールを整備・明確化することにより、発行者による早期の情報開示を促進し、投資家との対話を促進すること、アナリストによる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こと、情報開示のタイミングを公平にすることで、「早耳情報」による短期的トレーディングから、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ことなどである¹。

これを踏まえて、関連する府令⁶やガイドライン²も整備されているところで、上場会社ではすでにその運用が行われているが、本ルールの対象となるか否かは必ずしも明確ではないため、それぞれの会社におけるベストプラクティスに向けては、試行錯誤があるものと考えられる⁵。

そこで、本稿では、FDルールの概要について整理してみたい。

2 開示規制におけるFDルールの位置づけと意義

証券市場が成立し、投資者が自己責任において合理的な投資判断を行うためには、有価証券の発行会社に関する情報が、投資者に対して公平・公正に提供されていることが求められる。

そのための制度として、従来より①法定開示制度、

②インサイダー取引規制、③証券取引所上場規則による適時開示制度があり、これによって企業内容等に関する公平な情報の開示をはかり、公平な取引の確保を目指してきた。

すなわち、①法定開示制度においては、有価証券報告書、四半期報告書、臨時報告書等によって、継続的に会社の経理の状況等の重要な事項が一定の形式の報告書にまとめられ、主にEDINETを通じて公衆縦覧されている。また、これを補完する役割を果たしているのが、③適時開示制度であり、重要事実や決算関係情報などに関して決定または発生した事実等について、その経緯や概要、見通しなどを開示し、証券取引所の設置するTDnetを通じて公衆に提供されている。公平な取引を裏側から支えるのが、②インサイダー取引規制であり、未公表の重要事実に関して内部情報を得た者が、抜け駆け的に取引を行って利益を得ることを防止するものである。

FDルールは、これに加えて、特定の取引関係者によるのみ情報開示が行われたことによって生じた投資者間における情報の格差・偏在を、できるだけ早期に解消し、公平な取引を確保しようとするものである。これらの各開示規制は、相互に補完しあって公正な証券市場を支えるものとなる。

3 FDルールの概要

上場会社におけるFDルールを概観すると、次のような内容となる⁷。

- ① 上場会社等及びこれらの役員等が、その業務に関して、取引関係者に、
 - A 未公表の重要情報の伝達を行う場合には、当該上場会社等は、当該伝達と同時に、当該重要情報を公表しなければならない。
 - B 未公表の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知らなかった場合又は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には、当該上場会社等は、当該伝達が行われたことを知った後、速やかに、当該重要情報を公表しなければならない。
- ② 取引関係者が、法令又は契約により、当該重要情報に関する守秘義務を負い、当該重要情報が公表される前に、当該上場会社等の株式等の売買等をしてはならない義務を負うときは、①は適用しない。
- ③ ②の場合で、取引関係者が法令又は契約に違反して、当該重要情報が公表される前に、当該重要情報に関する秘密を他の取引関係者に漏らし、又は当該

上場会社等の株式の売買等を行ったことを知ったときは、速やかに、当該重要情報を公表しなければならない。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は、この限りでない。

4 対象となる「重要情報」

まず重要になる概念は、伝達、公表の対象となる「重要情報」である。これについては、法は「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」と定めている⁷。

しかし、様々な企業に関する情報のうち、具体的に何がこの情報に当たるのかを判断することは非常に難しい。インサイダー取引規制の対象として定められている「重要事実」と別の用語を用いたことから、これとは異なる概念であることは明らか(例えば、インサイダー取引規制における軽微基準に該当する場合であっても、個別事情によっては重要情報に該当しうる⁴)であるが、重なり合う部分は大きい。

この点、ガイドライン²問2では、FDルールで管理すべき情報に関して、概略で次のように整理している。

本ルールは「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」を対象とするものとし、

- 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うる情報か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、その基準により管理する。
- ② インサイダー取引規制に沿ってIR実務を行っている企業は、インサイダー規制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)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 判断が難しい企業においては、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全てを管理する。

②は最低限ともしており、少なくとも、インサイダー規制対象の「重要事実」と決算情報のうち株価に重要な影響を与える情報が含まれる。

他方で、ガイドライン²問4は、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、既公表情報の内訳、補足説明、前提となった経済動向見込みなどは、一般的にはそれ自体では本ルールの対象にはならないとしており

(ただし、例外的に該当する場合についての指摘もある。) 、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言えない情報(いわゆる「モザイク情報」)についても、それ自体では本ルールの対象にはならない、としているところである。

5 役員等による伝達

本ルールの対象となっているのは、株式会社等又は役員等(役員、代理人、使用人その他の従業者)が、「その業務に関して」、「伝達」を行う場合である。

ここにいう「伝達」は、「代理人又は使用人その他の従業者である場合にあっては、当該上場会社等又は当該上場投資法人等の資産運用会社において取引関係者に情報を伝達する職務を行うこととされている者が行う伝達」⁷(¹本文)と定義され、また「その業務に関するものが対象とされることから、役員が業務上行う伝達は常に対象となりうるが、その他の者については、「取引関係者に情報を伝達する職務」を担っている者が対象となり、その職務を負わない者による伝達、あるいはその職務を負っていてもその業務と関係なく伝達する場合は、含まれないこととなる(インサイダー規制における「会社関係者」等の定め方とは異なることには注意を要する。)

なお、株主総会において、広報に係る業務として情報が提供される際に、当該情報が、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がある情報である場合には、FDルールの対象になるとされている⁴。そのため、株主総会における説明には、FDルールを意識しておく必要がある。

6 「取引関係者」

本ルールの対象となる伝達情報の受領者は、「取引関係者」とされている。詳細は、府令に定められているが、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、株主、適格機関投資家、決算説明会等の会合への参加者等が含まれる(府令4条、7条)。他方で、親会社に対する重要事実の伝達や、IR目的ではないマスコミ取材などについては、「投資者に対する広報にかかる業務に関して」行われるものではないため、本ルールの対象とはならないと解される²問6、³。

7 公表を必要としない情報伝達

(1) 取引関係者が、重要情報に関して守秘義務を負い、かつ株式等の売買等が禁止されている場合については、伝達にかかる重要情報が公表されなかったとしても、市場の信用が害されるおそれは少ないことから、公表を要しない^{7(1但書)}。

例えば、法令、規則等により管理体制が整備されている証券会社の投資銀行業務を行う部門において、組織再編や資金調達の相談を行う場合や、信用格付業者に再検討の格付けを依頼する際に重要情報を伝達する場合などは、伝達された重要情報の公表は必要としない、とされている^{2問7}。

(2) 公表を要しなかった重要情報を公表しなければならなくなる場合

他方で、これらの取引関係者がその義務に反して、秘密を漏らし、あるいは売買等の取引を行った場合には、市場の信用が害されることとなるために、速やかに当該重要情報を公表しなければならぬ^{7(III本文)}。

ただし、例えば、合併、株式交換、株式移転、事業譲渡、破産手続開始又は更正手続開始の申立て、資本・業務上の提携又は解消など、これを公表することにより当該行為の遂行に重大な支障が生ずるおそれがある場合(府令9条)については、公表を要しない^{7(III但書)}。

8 意図しない伝達に対する対応

FDルールにおいては、意図して行われる選択的な重要情報の伝達については、同時に公表することを求めているが、「重要情報」に該当することを知らなかった場合、情報の受領者が「取引関係者」に該当することを知らなかった場合については、同時に公表することができないため、これを知ってから「速やかに」公表することを求めている(府令8条)^{7II}。

伝達予定ではなかった重要情報を「たまたま」話の流れで伝達してしまった場合も同様であるが^{2問8}、本来はこのような事態は避けられるべきであって、とりわけ株主等からの質問に回答をするときには注意を要しよう。

ガイドライン^{2問3}においては、情報伝達後に取引関係者から、当該情報が重要情報に該当するのではないかと指摘された場合の対応について触れており、

- ① 該当性ありに同意⇒速やかに公表
- ② 該当性を否定⇒公表しない
- ③ 該当性はあるが、公表が適切ではないと考える

場合⇒公表できるようになるまでの間に限り、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、公表しない

といった対応を定めている。

9 公表の方法とエンフォースメント

公表が求められる場合の方法としては、上記した法定開示(EDINETを通じた縦覧)、適時開示(TDnetを通じた縦覧)、2以上の報道機関への公開(12時間経過を要する)、ウェブサイトへの掲載(掲載時から1年以上無償で容易に閲覧できるもの)等が定められている(ガイドライン^{2問7(IV)}、府令10条)。

また、FDルールの実効性を確保するための措置としては、報告の徴収や検査、公表の指示、措置命令が定められており、これに従わなかった場合には、一定の刑事罰も定められているので、注意を要する(法27条の37、38、205条⑤、⑥、⑥の5)。

- 1 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)
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/03.pdf
- 2 金融庁総務企画局「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)」(平成30年4月1日)
<https://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20180206-2.pdf>
- 3 平成29年金商法改正に関する政令、府令案に対する「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」
<https://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20171227-0.pdf>
- 4 FDルールガイドライン案に対する「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」
<https://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20180206-1.pdf>
- 5 一般社団法人日本 IR 協議会が示す指針として、「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針～フェア・ディスクロージャー・ルールを踏まえて～」(平成30年2月28日)
<https://www.jira.or.jp/activity/guiding.html>
- 6 金融商品取引法第2章の6の規定による重要情報の公表に関する府令(本文中の府令はこれを指す)
- 7 金融商品取引法27条の36