

フェア・ディスクロージャー・ルールの検討

梅本 剛正

はじめに

二〇一八年四月からフェア・ディスクロージャー・ルール（以下「FDルール」）が施行された。FDルールとは、上場企業等が未公表の重要情報を特定の第三者に提供した場合に、当該内容を公表することを求めるルールであり、二〇一七年度金商法改正により二七条の三六～二七条の三八として新設された規定である。

導入前には実務界から不安の声が聞かれたものの、施行後はとくに混乱も見られないようである。⁽¹⁾ わが国のFDルールは、欧米に比べ相当遅れて制度が導入されており、諸外国の立法例や運用・実務なども参考にする時間的余裕があったため、それなりに規制が整備され安定的な運用がなされているのかもしれない。当事者が慎重に対応しているとの声も聞かれる。

他方で、施行後に違反等が表立って問題となっていないのは、それらとは別の要因にあると解する余地もある。本稿ではその点も含めて、わが国のFDルールにおける立法論・解釈論上の課題を扱うこととする。さしあたり、本稿では四つの論点、すなわち、情報提供者の定め方、情報受領者の範囲、公表方法の在り方、エンフォースメントに焦点を絞って検討を加えることとしたい。

1 規制趣旨・規制概要等

(1) 背景

FDルールは一九九〇年代にアメリカにおいて、上場会社の関係者が自社をカバーしているアナリストに対して選択的に情報を開示している慣行が問題となったことから、二〇〇〇年に設けられた規制である。欧州もこれに倣い二〇一四年に市場濫用ディレクティブに類似の規制を導入し、現在の市場濫用レギュレーション一七条に引き継がれている。

わが国では二〇〇五年六月二八日のディスクロージャーWG報告において、FDルールの導入が示唆されたが、アナリストに対する選択的情報開示が問題となっていなかったことや、経済界の抵抗が大きかったことで、継続的な検討事項とされた。その後、一部証券会社による不適切な法人関係情報の扱いの問題が生じたこと、グローバルルールに金商法を合わせる必要があることなどから、二〇一六年四月一八日のディスクロージャーWG報告⁽²⁾において、「公平・公正な情報開示は証券市場の健全な発展に必要な要素である」とされ、「我が国においても、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入について、具体的に検討する必要があるものと考えられる」との提言がなされた。これを受けて、二〇一六年二月七日「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告書」(以下、「TF報告書」という)が具体的な提言を行い、二〇一七年の金商法改正により規制が新設された。⁽³⁾ 施行前の二〇一八年二月六日には、金融庁が「金融商品取引法第二七条の三六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)」(以下、「ガイドライン」)を定め公表している。

(2) 規制趣旨

FDルールを導入する理由については、①発行者による公平かつ適時な情報開示を確保することで、すべての投資家が安心して取引できるようにすること、という規制趣旨が主たるものとして示されていた。それと同時に、②発行者側の情報開示ルールを整備・明確化することで、発行者による早期の情報開示を促進し、ひいては投資家との対話を促進する、③アナリストによる、より客観的で正確な分析および推奨が行われるための環境を整備する、④発行者による情報開示のタイミングを公平にすることで、いわゆる「早耳情報」に基づく短期的なトレードインゲを行うのではなく、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という積極的意義もあるとされた（「TF報告書」二頁参照）。

一般論としてはともかく、これらすべてがわが国において妥当するわけではない。②については、FDルール導入により、企業の情報開示姿勢が委縮すれば早期の情報開示を促すとはいえず、③については日本ではアナリスト評価の歪みは問題にされてこなかったのではないか、という批判はありうる。また、③④はアナリストの早耳情報などの問題を指摘しているようであるが、法人関係情報の管理などすでに規制対象となっている事項でもあり重ねて規制を加える必要があるのか、という疑問もありうる。②③④はそれ自体として規制理由とはいえず、詰まるところ、①の公平な情報開示による市場の信頼確保がわが国のFDルールの主たる規制趣旨とみることができる。

(3) 規制概要

FDルールは原則として、上場会社等⁽⁴⁾が未公表の重要情報を特定の第三者に提供した場合に、当該内容を公表

することを求めるルールである。ここで対象となる情報提供者については、上場会社等その役員、代理人もしくは使用人その他の従業者（以下「役員等」という）と定められている（法二七条の三六第一項）。その適用対象は、情報提供者が業務に関して重要情報を伝達した場合に限定されている（法二七条の三六第一項）。

FDルールをめぐっては、「重要情報」、すなわち規制の対象となる情報の範囲が大きな関心を呼んできた。改正金商法は、重要情報とは「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」だとする（法二七条の三六第一項）。ガイドラインでは、インサイダー取引規制の対象となる事実に加えて投資判断に影響を与える決算情報が主たる対象であり（ガイドライン問二）、該当しないものとして「モザイク情報」⁵⁾などが挙げられている（ガイドライン問四）。

FDルールの対象となる情報受領者は「取引関係者」であり、金融商品取引業者などがこれに該当する（法二七条の三六第一項一号・二号）。逆にいうと、それ以外の者に対する情報提供は規制の対象外ということになる。取引関係者が上場会社等から伝達される重要情報について、当該重要情報が公表される前に守秘義務を負う場合には、当該重要情報の公表は不要とされている（法二七条の三六第一項ただし書）。

未公表の重要情報を取引関係者に伝達する場合には、「同時に」当該情報を公表することを求めるのが原則である。ただし、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や、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、⁶⁾当該伝達が行われたことを知った後、「速やかに」公表すれば足りるものとしている（法二七条の三六第二項）。エンフォースメントについては後述する。

2 情報提供者としての「上場会社」

FDルールの対象となる情報提供者の範囲については、TF報告書で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との理由から、発行者の役員等が情報提供者とされていた。しかし、FDルールにおいては、役員等のみならず、それに加えて、「上場会社」も情報提供者とされている。⁽⁷⁾

ところで、FDルールは情報開示の規制として定められているが、情報の不平等を是正するという規制趣旨からするとインサイダー取引規制と類似するところもあり、実際に両規制は類似している点が少なくない。他方で異なる点も幾つかあり、情報提供者の対象についても、インサイダー取引規制の会社内部者には、役員等は入るものの「上場会社等」は含まれていない。なぜFDルールでは上場会社も対象とされているのだろうか。

かりに、上場会社による情報提供を会社関係者によるすべての情報提供行為と解するならば、役員等による情報提供に要件を絞った意味が失われてしまうことになる。この点については、ガイドラインはもちろん立案担当者解説などにおいても、明示的には触れられておらず、どのように解すべきか明らかではない。

ヒントとなるのは、金融庁のガイドラインが情報管理体制について項目を設けて説明している点であろう。ガイドライン問二では、上場会社等の情報管理の在り方について質問を設定している。問二の回答では、①グローバル企業としてすでに諸外国のルールに基づいて情報管理をしている会社はその基準に基づいて行えばよく、②インサイダー取引規制等に基づいてIR実務を行っている会社はインサイダー取引規制の対象となる情報管理に加えて、決算情報で重要な影響を与える情報の管理、③②の場合において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は、公表前の確定的な決算情報をすべてFDルールの対象として管理す

る。以上がFDルールの求める最低限の情報管理であると説かれている。回答の前提とされているのは、上場会社等はFDルールにより適切な情報管理を実施することが求められているということである。

つまり、FDルールにおける情報提供者は、基本的には「業務に関して」情報提供を行う役員である。しかし、それに留まらず、上場会社も役員等と同じく「その業務に関して」情報提供がなされた場合には、FDルールの規制対象となり、具体的には情報管理体制を整備しないために、安易に重要情報が外部に漏えいされた場合などが念頭に置かれているものと思われる⁽⁸⁾。

3 ルールの対象となる情報受領者

(1) 情報受領者の定め方

FDルールでは、規制対象となる情報受領者を「取引関係者」として、原則的に金融商品取引業者等やこれらの役員等としつつ、上場会社から重要情報の伝達を受け、有価証券に係る売買等を行う蓋然性の高い者も加えられている(法二七条の三六第一項一号・二号)。

EUの市場濫用規則では、情報受領者に限定が加えられておらず、広く第三者が対象となっている。情報開示の公平性を確保するという趣旨を徹底するなら、EU規制のように制限を加えないのがもっとも合理的な規制といえる。

わが国がモデルとしたアメリカの規制においては、SECの当初案では守秘義務を負う者を除外しただけの第三者(To Any Other Person Outside the Issuer)⁽⁹⁾であったが、当初案に対して情報提供に対する委縮効果などについて懸念するコメントが多く寄せられた。そのため、最終的に採用されたルールでは金融商品取引業者などに

範囲が狭められた⁽¹⁰⁾。

アメリカのFDルールについては、規制趣旨が二つあるといつてよい。一つはアナリストに対するプレビュー取材による情報漏れ、すなわち選択的情報開示の是正であり、もう一つはアナリストが企業と馴れ合うことで生ずる利益相反に起因するアナリストの評価の歪みの是正である。前者の情報開示の平等性についてだけ問題とするなら、当初案のようにすべての第三者への開示を規制対象とすべきかもしれないが、後者のアナリスト評価の歪みを問題とするなら、当面は証券業界の関係者に絞って規制を加えておいても構わないということにもなる。SECはこれまで選択的情報開示がアナリストなどを中心の問題となっていたことや、アナリストの評価の公正さ確保にも関心が向いていたため、情報受領者を限定しない当初案にはあまりこだわりがなかったのではなからうか。⁽¹¹⁾

(2) 日本法で情報受領者を制限する理由は？

これに対して日本においてFDルールが必要とされた主たる理由は、アナリストに対する早耳情報の漏えいではあり、アナリスト評価の歪みが問題とされたわけではない。日本のFDルールの規制の主眼は情報の公平さにあったと考えられる。そうであれば、日本法においてなぜ情報受領者を業者等に限定しなくてはならないのか、十分な理由が示されるべきであろう。

TF報告書では「本ルールは、発行者による公平かつ適時な情報開示に対する市場の信頼を確保するためのルールであり、また、金融商品取引法が資本市場に関わる者を律する法律であることも踏まえると」一定の業者等に限定すべきであると説明されている。しかしながら、TF報告書は結論を先取りしているにすぎず、十分な理

由を述べているとは言い難い⁽¹²⁾。

わが国において長らく問題となってきたのは、じつはアナリストに対する選択的情報開示よりもメディアに対する選択的情報開示であった⁽¹³⁾。わが国においては、決算情報が正式に公表される前に、新聞紙面などで報じられる慣行があり⁽¹⁴⁾、これに対して海外投資家から不満が述べられてきたことは有名な話である⁽¹⁵⁾。そうであれば、わが国のFDルールにおいて情報受領者が限定される合理的な理由はない。少なくとも、日本では報道機関を情報受領者から除外すべき理由はない⁽¹⁶⁾というべきである。

4 公表方法

(1) インサイダー取引規制との比較

インサイダー取引規制における公表概念では、①臨時報告書など法定開示書類の提出、②二以上の報道機関に情報を公開してから一二時間以上が経過したこと、③取引所の適時開示システム(TDnet)に通知したこと、いづれか、によるとされてきたがFDルールではこれらに加えて④一年以上閲覧可能にするなど一定の条件付きで自社のHPに掲載した場合等⁽¹⁷⁾が入った。(法二七条の三六第四項、重要情報公表府令一〇条)。

(2) 開示方法の選択肢と開示内容

(i) HPによる公表

規制上は複数の公表方法が認められているが、④の自社ホームページによる公表については自主規制との関係で若干問題となり得る。

有価証券上場規程四一三条の二では、適時開示をする前に自社のHPなどで会社情報を開示することは禁じられている。つまり、適時開示の対象情報については適時開示をする前に④の方法を採ることはできないわけである。会社のHPは投資者が見落とすおそれが多いため、適時開示情報に該当するのであれば、情報ベンダーを通じて情報が広く提供される適時開示の利用を求めることには理由があると思われる。それゆえ、今後とも本規程が維持されるとするならば、会社のHPで公表することで、フェア・ディスクロージャー・ルールに対応できるのは、適時開示の対象ではない会社情報に限定される⁽¹⁸⁾。

(ii) 臨時報告書で公表可能なもの

他方で、臨時報告書において、開示事項として該当する項目がない場合について、臨時報告書で公表することはできるのだろうか⁽¹⁹⁾。適時開示に関しては、東証は投資判断に有用と考えられる会社情報については任意の開示であってもTDnetの利用を求めているためFDルールの対象事項も開示可能であるが、法定開示である臨時報告書では一定の定められた事項のみが対象となると考えられる。実際には、ほとんどの場合に上場会社はFDルールの公表方法として臨時報告書よりも適時開示を選択すると思われるが、法律で開示を求める事項でありながら、対応する開示手段が法定開示に存在しないのは奇妙な話である。

アメリカでは臨時報告書に、FDルールに基づく開示であることを明示する欄が設けられている。Form 8-K Item 7.01「レギュレーションFD開示」と称される項目がある⁽²¹⁾。日本でもFDルールが導入されたのであれば、法定開示においてもこのような包括的な開示類型を設けることを検討すべきであろう⁽²²⁾。

5 エンフォースメント

(1) 微温的なエンフォースメント

TF報告書においては、FDルールの実施に当たっては、まず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認識を共有していくべきであり、違反とされる事案があっても厳格な制裁等は望ましくないとの立場が示されていた。

これを受けエンフォースメントが必要となる場合の対応については、発行会社に対してまず情報の速やかな公表を促し(法二七条の三八第一項)、これに適切な対応がとられなければ、行政的に指示・命令を行うことによつて(法二七条の三八第二項)、FDルールの実効性を確保することが適当であるとされた。⁽²³⁾

(2) 不誠実な上場会社に対する効果は？

FDルールの「重要情報」などのように不確性を伴う規制を導入するに当たり、関係者間の認識共有のためにエンフォースメントを厳格にしないという扱いは、合理的なものと考えられる。しかし、現行規制において、果たして最低限度の法執行が担保されるのか、将来的にもこのままでよいのかについては議論の余地がある。エンフォースメントを緩やかにすることは、誠実に規制を遵守しようとする上場会社を念頭に置く限りは望ましいが、規制を遵守する意図のない上場会社に対してはまったく効果のないものになってしまうだろうか。

まず、実際にFDルール違反が行われているか否かはどのようにして明らかになるのか考えてみよう。多くの場合に密室で行われる情報提供が問題となるので、FDルール違反が行われているか否かを外部の者が知ることにはできないと思われる。違反が露見するとするなら、インサイダー取引規制違反と同じく重要情報が公表される

前に売買が行われた場合であろう（もっともFDルール違反の場合に売買するのはアナリストではなくその顧客であるが）。しかし、FDルール違反の情報に基づいて顧客等が売買を行い違反が明らかになったとしても、その時点では重要情報は既に公表されてしまっていることが少なくないはずである。この段階で、情報の公表命令等を出すことに意味はなく、現行法はFDルールに違反した情報提供行為自体に対する制裁手段を欠くため、違反した上場会社・会社関係者には何の御咎めもないということになる。もちろん、証券会社については法人関係情報の管理に関して行政処分等が可能であるが、発行会社については重要情報が正規に公表されるまでの間に、選択的開示をしていたことが露見しなければ、何の制裁もないわけである。

つまり、事後的な制裁手段を欠く現行法では、エンフォースメントはエンフォースメントとして機能しないのではなからうか。冒頭、FDルールで混乱は見られない理由はほかにもあるのではないかと述べたのは、実際にルール違反が行われていても、事実が露見していないか、あるいは露見しても有効なサンクションがないため、外からは伺い知れないためではないかと思われるからである。もちろん、現時点でこれは杞憂かもしれないが、選択的開示を抑止し公平な情報開示を促す必要があるのなら、悪質な規制違反に対する制裁手段を用意するなど、将来的にFDルールのエンフォースメントを改める必要があると考える。

まとめ

以上、昨年施行されたわが国のFDルールについて、若干の解釈論上・立法論上の問題点を検討してきた。FDルールの解釈論は、重要情報を中心に議論されてきたが、情報提供者である上場会社についても議論を詰める余地があることを指摘した。また、わが国のFDルールの規制趣旨から情報受領者を限定することに合理性がな

いこと、公表方法について制度を整備すべきこと、エンフォースメントについてより制裁手段を整備すべきことなどを論じた。もつとも、これら個々の論点を議論する前に、より大きな視点から資本市場における情報開示規制全体の中でFDルールそのものをどのように位置づけるべきか、評価すべきか、という本質的な議論が必要であることはいうまでもない。これについては他日を期したい。

注

(1) 伊藤忠商事は二〇一八年一〇月一日に、業績の変動が軽微基準を下回るにも拘らず適時開示を行った。これは、自社株取得など配当還元の設定を適示開示することに合わせて開示したもので、アナリストらの説明会でも業績に触れることが考えられたのでFDルールに基づいて同時に開示したものと推測される。

(2) 金融審議会「ディスクロージャーワーキンググループ報告―建設的な対話の促進に向けて―(平成二八年四月一八日)」かかるFDルール導入の過程とは別に一般社団法人日本IR協議会から、平成三〇年二月二八日に「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〜」が公表されている。

(4) 上場会社に加えて投資法人等が対象となるが、本稿では上場会社に限って議論することとする。

(5) 「モザイク情報」とは、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、その情報のみではただちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報をいう(ガイドライン問四)。法律上はインサイダー取引規制との関係でアメリカで使われた用語(一般的には「モザイク理論」)である。アメリカの立法過程でSECがこの概念を使用したのが、これまでインサイダー取引規制違反の下級審裁判例でモザイク理論が適用された事案は存在しない。Allan Horwich, *The Mosaic Theory of Materiality—Does the Illusion Have a Future?* 43 Securities Regulation Law Journal 129 (2015). Am

- リカにおいても明確な概念とは言い難く、日本において重要情報の該当性でこの概念を使うメリットがどの程度あるのか疑問に思わないではない。工場見学や事業別説明会で一般的に提供される情報についても、ただちに投資判断に影響を与えるわけではないので、重要情報には該当しないと説明すれば足りるのではないだろうか。
- (6) 上場会社等の役員等が、取引関係者に意図せず重要情報を伝達した場合、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、のいずれかに該当する場合である（重要情報公表府令八条）。
- (7) 二〇一八年九月二八日J P X 金商法研究会「フェア・ディスクロージャー規制（一）」一〇頁〔前田雅弘発言〕参照。
https://www.jpix.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000003srk3_att/20180928_1.pdf
- (8) 情報提供者を一定の役職員に限定してしまうと、規制趣旨が損なわれてしまう恐れがある。たとえば、規制対象の役職員が自らは情報提供しない代わりに、アナリスト等に対して特定の事業所で（重要情報を知り得る）従業員らに自由取材することを認める等すれば、規制が逸脱されることになるだろう。上場会社を情報提供者に含めると、当該行為が会社の行為と評価できる限り、FDルール違反と解されることになる。
- (9) ウォールストリート・ジャーナルを傘下に持つダウ・ジョーンズがメディアを規制の対象外とすることを求めている。
- (10) Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. 51,716 (Aug. 24, 2000).
- (11) その後SEC自身も選択的情報開示の問題を自ら抱えていたことが明らかになった。SECがEDGARの情報配信等の運用を委託している企業が、プレミアムサービスを一部の会員に提供していることが二〇一四年にWSJで報じられ、会員の投資家らは相当の利益を上げていた可能性がある旨の研究成果も公表された。SECは特段のコメントを出すことなく、プレミアムサービスを終了させた。Robert J. Jackson, Jr. & Joshua R. Mitts, How the SEC Helps Speedy Traders (Columbia Law Sch. Working Paper Series, Working Paper No. 501, 2014), <http://papers.ssrn.com/sol3/>

- (12) 前半はともかく後半は趣旨が不明である。インサイダー取引規制などの不正取引などは「何人も」禁止される規定であり、対象が業者等に限定されているわけではない。また、FDルールは発行会社に情報の公表を求める制度であり、名宛人は発行会社である。
- (13) 金融商品取引法研究会「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」研究記録第六四号（二〇一八）三二頁〔大崎貞和発言〕では、国際銀行協会がFDルール制定以前から、一部報道機関による早耳報道に対して規制することを要望していたとのことである。
- (14) たとえば、ファイナンシャルタイムズは二〇一四年八月四日の記事でつぎのように報じている。「まぐれあたりだろうか、それともなにか他にあるのだろうか。日本の四半期業績発表のシーズンは、先週ピークを迎えたが、世界第二位の資本市場の悪名高い現象が再現することで有名である。すなわち、会社の業績が何日も前に日経新聞のページ上に現れているのである。国によると、これは情報開示違反ないし株価関連情報への公平なアクセスの欠如だと当局が不平を鳴らすかもしれないものである。しかし日本の規制当局は「日経業績予測」を見て見ぬふりをしているようであり、記事が出るに任せておき、次いで数時間以内に会社に対して記事は会社が公表したものではないとの丸暗記声明 (rote statements) を出させている。」類似的指摘はブルームバーグニュースでもなされていた。
- (15) Goetzmann, William N. and Hamao, Yasushi, Selective Disclosure: The Case of Nikkei Preview Articles (2015), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2634714>
- (16) 平成二六年（二〇一四年）五月に東証が導入したいわゆる「注意喚起制度」（業務規程第三〇条）は、これに対応するものといえるが、FDルールに比べると極めて微温的な措置であることはたしかである。

- (17) プロ向け市場の公表方法についてはここでは割愛する。
- (18) 前掲J P X金商法研究会〔石田眞得報告〕一〇頁参照。なお、『適時開示ガイドブック』によると業績が軽微基準を下回る場合、適時開示義務を負わないものの発行体は適時開示することは可能である。このように適時開示義務を負わない場合には、適時開示によらずにHPで開示することは可能と考えられる。
- (19) 前掲J P X金商法研究会〔加藤貴仁発言〕二四頁参照。
- (20) 前注・加藤発言に対する事務局補注参照。
- (21) とはいえ、実際のFDルールに基づく開示は、Forms Kよりもプレスリリースで公表される方が一般的なようである。JESSE H. CHOPER, JOHN C. COFFEE, JR. & RONALD J. GILSON, CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS 459 (8th ed. 2013).
- (22) さらに、経営者が選択的開示を濫用することを防止するためにも、いつ誰に対して開示されたか等についても開示対象に含めて明らかにすべきであるとの見解がアメリカではあり、傾聴に値する。Martin Bengtzen, Private Investor Meeting in Public Firms: The Case for Increasing Transparency 22 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 33 (2017).
- (23) 課徴金納付命令の対象ではないが、虚偽報告、検査拒絶や命令違反等に対しては罰則の定めがある(法二〇五条五号、六号、六号の五)。

(うめもと よしまさ・甲南大学教授)