

フェア・ディスクロージャー・ルール を機能させるには

野村総合研究所主席研究員 東京大学客員教授

大崎 貞和



1. 日本版FDルール導入へ

2016年12月、金融審議会市場ワーキング・グループに設置されたフェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース（座長：黒沼悦郎早稲田大学法学学術院教授）が、今後導入されるフェア・ディスクロージャー・ルール（以下「FDルール」という。）の内容を提示する報告（以下「タスクフォース報告」という。）を取りまとめた^{（注1）}。

FDルールとは、上場企業など有価証券の発行者が、株価に影響を及ぼすような未公表の重要な情報を公表前に特定の第三者に提供することを原則として禁じるルールである。

〈目次〉

1. 日本版FDルール導入へ
2. 日本版FDルールの概要
3. 日本版FDルールへの対応

市場における投資家間の情報の公平性を確保しようとするもので、2000年以降、諸外国での制度化が進んでいる。

タスクフォース報告の提言を受け、現在開かれている通常国会に金融商品取引法（以下「金商法」という。）の改正案が提出される見込みである。審議が順調に進めば2017年6月にも法改正が成立し、関連の政令・内閣府令等の整備を経て、2018年4月にも日本版FDルールが実施される運びとなろう。

筆者は、本誌に掲載された別稿で、FDルールの導入が日本で検討されることになった背景や米国等におけるFDルールの適用をめぐる現状と課題を論じたことがある^{（注2）}。

本稿では、日本版FDルールの導入が実現する見通しとなったことを踏まえ、タスクフォース報告に示されたルールの概要を紹介するとともに、FDルールへの対応をめぐる上場企業や市場関係者が留意すべき点について、若干の私見を述べることにしたい^{（注3）}。

(図表1) タスクフォース報告が提示したFDルールの概要

ルールの対象となる情報	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資判断に影響を及ぼす重要な情報（インサイダー取引規制で列挙されている重要事実よりは幅広く、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確定的な情報を含むが、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モザイク情報は対象外）。
ルールの対象となる情報提供者	<ul style="list-style-type: none"> ● 発行者の役員のほか、従業員、使用人並びに代理人のうち、規制対象となる情報受領者への情報を伝達する業務上の役割が想定される者に限定。
ルールの対象となる情報受領者	<ul style="list-style-type: none"> ● 証券会社、投資運用業者、投資顧問業者、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。 ● 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。
公表を必要としない情報提供	<ul style="list-style-type: none"> ● ルールの対象となる情報受領者への情報提供であっても当該情報受領者が第三者に伝達しない義務（守秘義務）及び投資判断に利用しない義務を負う場合は公表義務は課されない。 ● 情報受領者が守秘義務に違反してルールの対象となる他の者に当該情報を伝え、その伝達の実態を発行者が把握した場合には、発行者に対して当該情報の公表が求められる。
情報の公表方法	<ul style="list-style-type: none"> ● 法定開示（EDINET）及び金融商品取引所の規則に基づく適時開示（TDnet）のほか、発行者のホームページによる公表を認める。
ルール違反への対応	<ul style="list-style-type: none"> ● 当局が発行者に情報の速やかな公表を促し、適切な対応がとられなければ行政的に指示・命令を行うことで実効性を確保。

(出所) タスクフォース報告より作成。

2. 日本版FDルールの概要

タスクフォース報告が提示した日本版FDルールの概要を整理すると図表1の通りとなる。以下、各項目について詳述する。

(1) 規制の対象となる情報

FDルールによる規制の対象となる情報の範囲は、「投資判断に影響を及ぼす重要な情報」である。具体的には、金商法のインサイダー取引規制（同法166条、167条、167条の2）の対象となる情報である「重要事実」の概念をベースとしながら情報の範囲が画されることとなる。

もっとも、FDルールによる規制の対象範囲は、インサイダー取引規制にいう「重要事

実」と全く同一であるとはいえない。

インサイダー取引規制では、上場企業による株式の発行、合併、事業の譲渡や譲り受けといった、いわゆる決定事実をめぐるのは、純資産額や売上高等を基準として一定の情報を規制の対象から除く軽微基準が設けられている。また、それらの行為を行うことを企業の業務執行を決定する機関が決定して初めて、重要事実となるとするのが基本的な考え方である。災害や業務遂行に起因する損害や主要株主の異動といった、いわゆる発生事実についても、軽微基準が設けられている。インサイダー取引規制における重要事実とされる情報の範囲は、比較的限定的に定められているとあって良いだろう（注4）。

これに対してFDルールの対象となる「投資判断に影響を及ぼす重要な情報」には、一

見すると軽微基準等によってインサイダー取引規制上の重要事実にはあたらないと判断されるような情報も含まれることが想定される。タスクフォース報告では、FDルールによる規制対象となる情報の範囲を「インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲と基本的に一致させつつ、それ以外の情報のうち、発行者又は金融商品に関係する未公表の確定的な情報であって、公表されれば発行者の有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるものを含める」としているからである。

この点を考える上では、日本版FDルールの導入が検討される重要なきっかけとなったのが、決算発表前にアナリストが当期の業績についてヒアリングする「プレビュー取材」と呼ばれる慣行をめぐる不祥事であったという事実を忘れてはならないだろう^(注5)。証券会社が行政処分の対象となった事案でやり取りされていた情報は、軽微基準との関係で、直ちに重要事実該当するとは断定できないものであっても、投資判断に影響を及ぼす蓋然性のある情報だったからである。

とはいえ、FDルールによる規制の対象となる情報の範囲が際限なく広がってしまったのでは、上場企業と機関投資家の建設的な対話に冷や水を浴びせたり、証券会社のアナリストによる正当な業務遂行を困難にすることにもなりかねない。

そこでタスクフォース報告は、「他の情報と組み合わせることによって投資判断に影響を及ぼし得るものの、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、FDルールによる規制の対象外とするよう求めている。

タスクフォース報告は、こうしたモザイク情報の例として、「工場見学や事業別説明会で提供されるような情報」を具体的に示している。企業業績や経営上の重要な決定、損害の発生などを端的に示すような情報でない限り、一部のアナリストや機関投資家からの個別の質問に対する情報提供が、FDルールに抵触するものとはならないということが、強く示唆されているとあって良いだろう。

(2) 規制の対象となる情報提供者・情報受領者

FDルールによる規制の対象となる情報提供者は、上場企業など発行者の役員のほか、アナリストやファンドマネジャーといった市場のプロフェッショナルと職務上接触する者に限定される。具体的には、インベスター・リレーションズ（IR）部門や広報部門の担当者などが想定される。

一方、情報受領者についても、市場のプロフェッショナルや受領した情報に基づいて株式等を売買することが想定される者に限定される。

このように規制の対象となる情報提供者や情報受領者の範囲が相当程度限定されるのは、FDルールとインサイダー取引規制との大きな違いである。

インサイダー取引規制は、一般に公表され

ていない株価に大きな影響を及ぼすような情報をそうした情報を入手できる立場にある者が悪用して利益を得るといった行為を防止する狙いから設けられている。これに対してFDルールは、上場企業など有価証券の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ことを狙いとするものである。従って、発行者による行為と同視することができないような、内部者による私的な情報漏洩は規制の対象とされるべきではないのである。

ここでやや問題となるのは、FDルールによる規制の対象となる情報受領者に該当する者に対して、第三者に伝達しない義務（守秘義務）及び投資判断に利用しない義務を課した上で行われる内部情報の提供行為である。実務上、こうしたことは頻繁に行われている。例えば、上場企業が増資を行おうとする場合、経営者が増資を行うことを決定しているという事実を公表前に主幹事証券会社や公認会計士、弁護士等に対して伝達するのは当然のことだが、そうした伝達は守秘義務を前提として行われるのである（注6）。

しかし、守秘義務や投資判断に利用しない義務を前提として情報を伝達された者が、自らの義務に反して当該情報を他者に伝達してしまうということも想定し得るだろう。この点について欧州連合（EU）では、内部情報に関する守秘義務等の履行が確保されていないことを発行者が把握した場合には、速やかに当該情報を公表すべきことがルール化され

ているのである（EU市場阻害行為規則17条7項）。

そこでタスクフォース報告は、FDルールによる規制の対象となる情報受領者に対して、守秘義務及び投資判断に利用しない義務の存在を前提として情報提供を行った場合、守秘義務等に違反して、他の規制対象となる情報受領者への情報伝達が行われたことを発行者が把握した場合には、発行者に情報公表義務が発生するようにすべきと提言した。

例えば、ある上場企業が増資の計画を守秘義務を前提に証券会社に伝達したが、情報を受領した証券会社が、守秘義務に反して、当該情報を自社の顧客である機関投資家に伝達してしまったというようなケースが想定される。この場合、そうした情報伝達が行われたという事実を当該上場企業が把握した場合には、増資の計画を一般に公表しなければならないということになる。

一方、日本版FDルールの下では、上場企業の役員や広報担当者が報道機関の記者等による取材に対応する中で、投資判断に影響を及ぼす重要な未公表情報を伝達してしまったといった場合には、当該情報の公表義務が生じることはないものと考えられる。FDルールによる規制の対象となる情報受領者は、証券会社等の市場のプロフェッショナル以外では「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」に限られるが、通常、報道機関の記者等が、取材によって得た情報に基づいて有価証

券の売買を行うことは想定されないからである（注7）。

(3) ルール違反への対応

FDルールに違反した情報の伝達と受領が行われた場合、上場企業など発行者は、速やかに当該情報を公表しなければならない。ここでの公表とは、取引所の適時開示システムでの開示や複数の報道機関に伝達してから12時間以上経過したこと等だけを「公表」とするインサイダー取引規制上の公表概念よりも広く、発行者のホームページへの当該情報の掲載を含むものとされる。

FDルール違反が「うっかりミス」によって行われた場合であれば、上場企業による当該情報の速やかな公表が期待できる。しかし、情報の伝達が意図的に行われる場合には、当該情報の自発的な公表は望みにくい。そうした場合の対応についてタスクフォース報告は、「発行者にまずは情報の速やかな公表を促し、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って、本ルールの実効性を確保することが適当である。」と提言している。

つまり、FDルールに違反した上場企業やその役職員に対して、直ちに刑事罰や課徴金が科されるといったことは想定されていないのである。こうした緩やかなエンフォースメントの仕組みを整えることは、上場企業が個別のアナリストや機関投資家との対話に極めて消極的になるといった萎縮効果を避けると

いう観点からは、非常に重要である。

もっとも、FDルールが法令上の拘束力のあるルールとして設けられる以上、ルールを正面から無視するような極端なケースに限って適用されることを想定しながら刑事罰等の規定を設けることも必要であろう。具体的には、上述の行政的な指示・命令を無視し、何ら対応を講じようとしないう者に対して、何らかの刑事罰が科されるといったことが想定できる。

とはいえ、そうした者に対して科される刑事罰も、違法なインサイダー取引や重要事実の伝達行為に対して科されるものに比べれば軽微なものにとどめられるべきだろう。具体的には、金商法が、形式上の不備等のある有価証券届出書等の訂正命令に従わない者を1年以下の懲役等に処すとしていること（同法200条第2号）などが参考となるのではないだろうか。

■ 3. 日本版FDルールへの対応

(1) アナリストや投資家との対話の継続

タスクフォース報告は、FDルール導入の意義として、早期開示の促進やアナリストによる客観的な分析と推奨のための環境整備、中長期的な視点に立った投資の促進などを挙げている。

そうした積極的な効果が期待される一方で、米国のレギュレーションFD制定直後にもみられたように、上場企業がルール違反を

過度に恐れてアナリストや機関投資家との対話に及び腰になるといった弊害も懸念される。そうした消極的対応は、投資家との建設的な対話を通じて上場企業の「稼ぐ力」を向上させようとする現在進められているコーポレート・ガバナンス改革の流れにも逆行するものとなる。

それだけに、上場企業に対しては、FDルールが特定少数の者へのモザイク情報の伝達を禁じる趣旨ではないことを踏まえつつ、アナリストや機関投資家との個別の情報のやり取りを従来通り、あるいは従来以上に積極的に行うことを希望したい。

とりわけ証券会社のアナリストに関しては、以前からアナリスト・レポートの社内審査や情報の管理に関して日本証券業協会の自主規制規則が設けられていることに加え、2016年9月以降は、プレビュー取材で業績に関する早耳情報を得る行為を禁じることなどを柱とするガイドラインが新たに適用されている^(注8)。これらの規範に則って行われるアナリストによる取材や質問に応じることでFDルールに抵触してしまうことは、ほとんど考えられないのである。

上場企業を分析するアナリストが、中長期的観点から企業価値と株価のギャップを見出し、機関投資家を中心とする顧客に対する情報提供や投資推奨を行うことで、適正な株価形成が促される。しかも、多くの場合アナリストは、機関投資家に対してしか直接情報を提供しないが、彼らの作成したレポートは、

様々な形で個人投資家向けにも加工・提供されており、効率的な市場を支える社会的なインフラとして機能している。

日本版FDルールが株式市場の機能を低下させることなく、所期の目的を達成するためには、上場企業がこうしたアナリスト活動の意義を改めて認識し、積極的な情報開示姿勢を維持することが不可欠である。同時に、当局が、それほど悪質とは思われないルール違反行為に対しては柔軟な対応を講じるなど、上場企業を萎縮させないエンフォースメント活動を行うよう期待したい。

なお、上場企業関係者等からは、FDルールによる規制対象となる「投資判断に影響を及ぼす重要な情報」の範囲が不明確であり、ガイドライン等が必要ではないかといった声も上がっている。

しかし、どのような情報が投資判断に影響を及ぼすかは、個々の企業の置かれた状況や市場環境によってまちまちである。あえて事前に一般的な規定を設けようとすると、対象とする情報や事項を広く捉えすぎ、過剰規制に陥る危険性が高い。仮にガイドラインを設けるとしても、詳細にわたるものとはすべきでないだろう。

タスクフォース報告は、重要な情報の概念がインサイダー取引規制上の重要事実をベースとするものであり、いわゆるモザイク情報は規制の対象とはしないと明言している。インサイダー取引規制上明示的に列挙されていない事項についてはケースバイケースで判断

するという点でも、実務上大きな問題は生じないのではなかろうか。

(2) 市場コンセンサスの実力との乖離への対応

2000年にFDルールが導入された米国では、その後15年以上の間に10件以上のルール違反事例が報告されている。その中で目立つのは、アナリストの業績予想など市場のコンセンサスが、自社内部の予想と乖離していると考えた上場企業の経営者やIR担当者が、スモール・ミーティングや個別の会話の中で業績見通しに言及し、自社が適正と考える水準に株価を誘導しようとしたとみられる事案である(注9)。

株価が企業の実力以上の割高な水準で推移していれば、業績発表時に株価が急落することが懸念される。他方、株価が割安に放置されていれば、市場環境次第では、敵対的買収者が登場して経営権を奪おうとするといった事態も想定し得るだろう。企業の経営者が自らの予想と大きく乖離した市場のコンセンサスを正し、株価水準を修正したいと考えることは十分理解できる。

その場合、上場企業に求められる対応は、個々のアナリストや機関投資家に対して業績に関する自社の見通しを漏らすのではなく、市場のコンセンサスとは異なる業績予想を積極的に公表するか、アナリスト等向けの説明会を開催した上で、そこで用いた説明資料や質疑応答の内容を速やかに自社ホームページ

上に掲載することである。

ちなみに、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入をめぐることは、一部の法律実務家等からM&A実務への悪影響を懸念する声もあったが、米国ではM&Aに関する未公表情報の漏洩が問題となったケースはほとんどない。恐らくM&A情報については、企業側に情報を秘匿したいという強いインセンティブが働くのに対し、業績情報については、逆のインセンティブが働きやすいからであろう。

全ての投資家に対する公平な情報開示が徹底され、投資判断に影響を及ぼすような重要な情報が公表されるまでは企業内部にとどまり、かつ上場企業の内部者による違法な取引(インサイダー取引)が行われないことになれば、業績に関する市場のコンセンサスが実態から乖離し、業績情報の公表時に株価が乱高下する傾向は現在よりも強まるだろう(注10)。

しかし、このことは市場が効率的に機能していることの証左である。上場企業の関係者にとっては決して居心地の良い状態ではないかも知れないが、そうした市場をあるがままに受け止め、真摯な対話を続けて行って欲しいものである。

(注1) http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20161207/01.pdf

(注2) 大崎貞和「フェア・ディスクロージャーのルール化をめぐる」『月刊資本市場』2016年5月号

14頁以下。

(注3) 筆者は、タスクフォースのメンバーとして報告の取りまとめに関与したが、本稿の内容は全て筆者の個人的見解である。なお、本稿の内容は、次の既発表の拙稿と重なる点が多い。大崎貞和「日本版フェア・ディスクロージャー・ルールとその課題」『証券アナリストジャーナル』55巻2号(2017)5頁。

(注4) 但し、インサイダー取引規制をめぐる判例は、一見すると軽微基準によって重要事実から除かれると考えられる情報もいわゆるバスケット条項によって重要事実であると判断されるとしたり(日本商事事件、最判平成11年2月16日、刑集53巻2号1頁)、機関決定についても法律所定の機関による正式決定には限られないとしてかなり早い段階で決定があったものとする(日本織物加工事件、最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁)など、重要事実の範囲をめぐって比較的柔軟な解釈をとっている。

(注5) クレディ・スイス証券株式会社に対する業務改善命令(2016年4月25日)、ドイツ証券株式会社に対する業務改善命令(2015年12月15日)。

(注6) タスクフォース報告は、「銀行や投資銀行業務を行う証券会社など、法令や別途の契約などにより発行者に対して守秘義務等を負う場合については、改めて守秘義務契約を書面で締結する必要はないものと考えられる。」としている。

(注7) 発行者の役員等から報道機関の記者等に伝達された重要な未公表情報がインサイダー取引規制上の「重要事実」に該当する場合であって、伝達を受けた記者等が発行者の有価証券を実際に売買すれば、当該記者等はインサイダー取引規制に基づく刑事罰や課徴金賦課の対象となる(日本放送協会職員による内部者取引に対する課徴金納付命令決定、平成20年3月19日)。但し、そうした場合であっても、情報を伝達した発行者の役員等が、インサイダー取引規制違反に問われる可能性は低いだろう。同規制が禁じる情報伝達行為は、「他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回

避させる目的をもって」行われる場合に限られるからである(金商法167条の2第1項)。

(注8) 協会員のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン(2016年9月20日)。

(注9) 詳しくは、大崎貞和「フェア・ディスクロージャー・ルールは何をもたらすか」宍戸善一・後藤元編著『コーポレート・ガバナンス改革の提言：企業価値・経済活性化への道筋』商事法務(2016)第3章参照。

(注10) 米国では、レギュレーションFDの施行後、アナリストによる業績予想がかつてよりも当たりになくなったという実証結果が報告されている。

