

FDルール 選択の開示禁止規則

2018.4.20

野畑証券研修

情報通信技術の進展等、金融・資本市場をめぐる 環境変化を踏まえた制度面での手当てを行う

取引の高速化への対応

- 当局が株式等の高速取引（HFT）の実態などを確認できるよう、登録制を導入し、ルール整備を行う。

体制整備・リスク管理に係る措置

- ・取引システムの適正な管理・運営
- ・適切な業務運営体制の確保 等

当局への情報提供等に係る措置

- ・高速取引を行うこと・取引戦略の届出
- ・取引記録の作成・保存 等

取引所グループの 業務範囲の柔軟化

- 取引所業務の多様化や国際化などの環境変化を踏まえ、取引所グループの業務範囲について以下の対応を行う。

グループ内の共通・重複業務の集約

システム開発業務などのグループ内の共通・重複業務について、取引所本体での実施を可能とする。

外国取引所等への出資の柔軟化

出資先の外国取引所等の子会社が業務範囲を超えるものであっても、一定期間（例えば5年間）、取引所グループが保有することを可能とする。

上場会社による 公平な情報開示

- 投資家間の情報の公正性を確保するため、上場会社による公平な情報開示に係るルール（フェア・ディスクロージャー・ルール）の整備を行う。

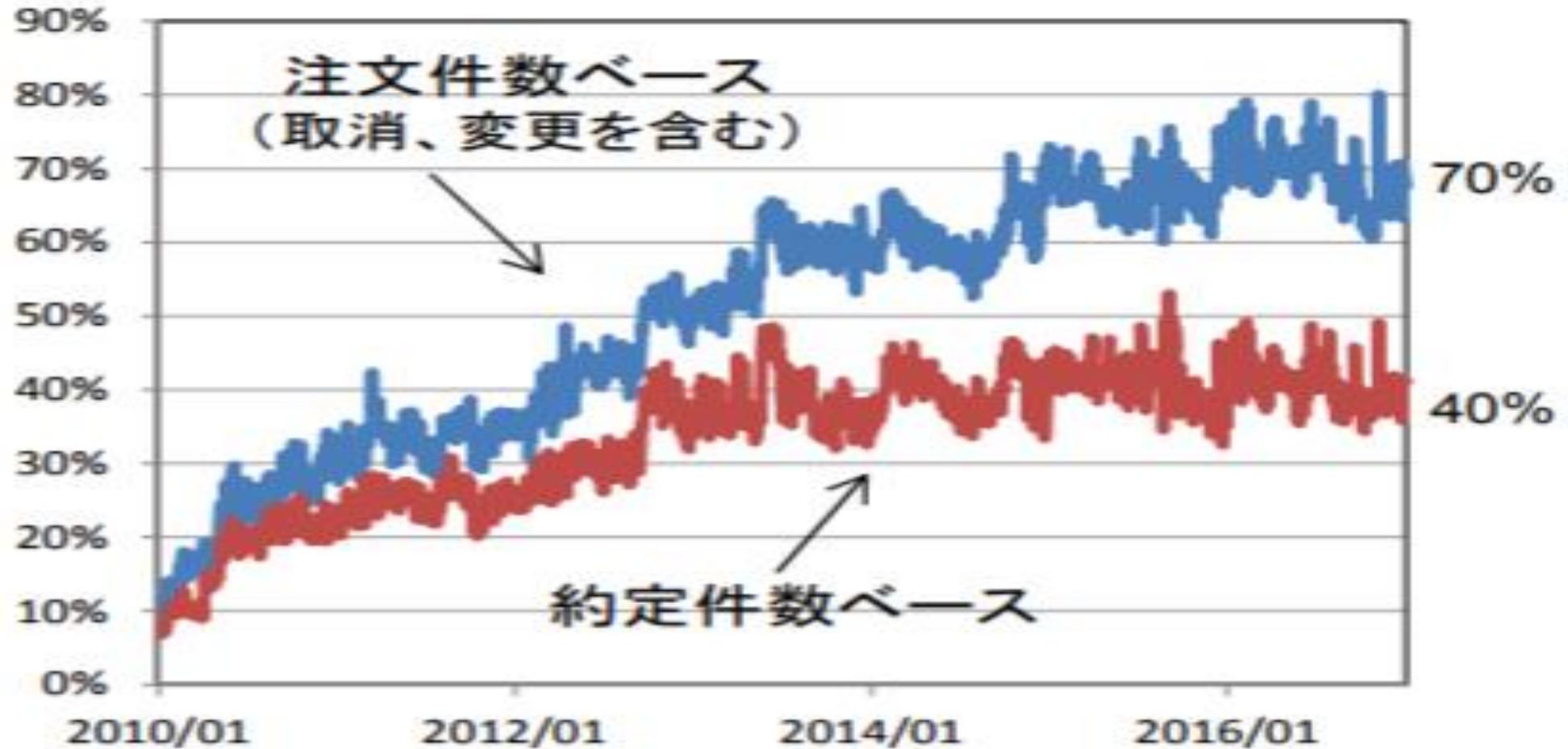
上場会社等が公表前の重要な情報を投資家、証券会社等に提供した場合、

- ・意図的な伝達の場合は、同時に
- ・意図的でない伝達の場合は、速やかに、当該情報をホームページ等で公表。

1. 取引高速取引化の対応：登録制導入

- ①「高速取引行為」の定義（第2条関係）
- ②高速取引行為を行う者は、内閣総理大臣へ登録
- ③登録手続き（第66条の50～第66条の54関係）
- ④登録高速取引者が備えるべき業務管理体制、禁止行為など（第66条の55～第66条の59関係）
- ④届出、報告徴収、検査などの行政監督に関する規定の整備（第66条の60～第66条の67関係）

東証取引に占める近接地施設の割合



2. 取引所業務範囲の柔軟化等

○背景 ・ 環境変化

従来限定されてきた金融商品取引所の業務(取引所の開設や付帯業務)についてITの進展やグローバル化などの環境変化に機動的な対応が希求

①グループ内の共通・重複業務の集約の承認

一定の条件(金融商品取引所を含む場合に限定)の下、認可を受け複数の会社に共通し取引所集約によって一体的かつ効率的となる業務を取引所が行うことを承認(第87条の2関係)

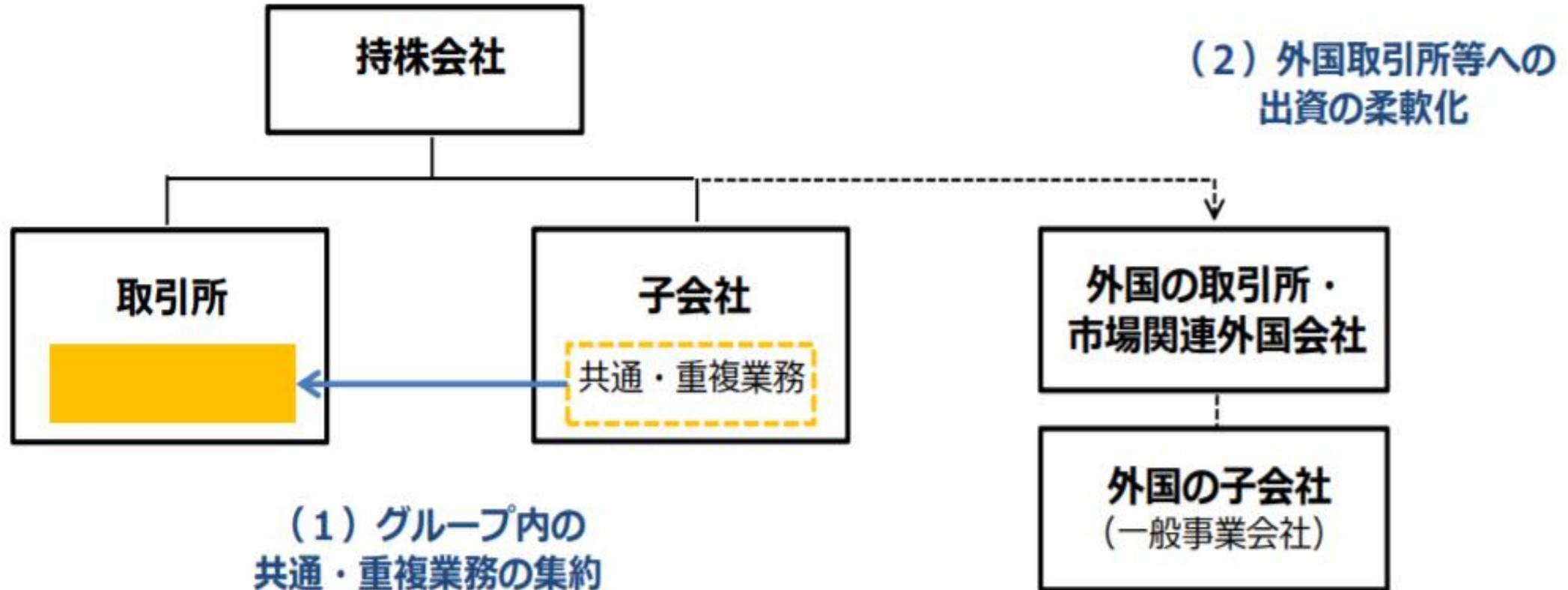
②外国取引所等への出資の柔軟化

出資先の外国取引所等の子会社が我が国の認める業務範囲を超えるものであっても、

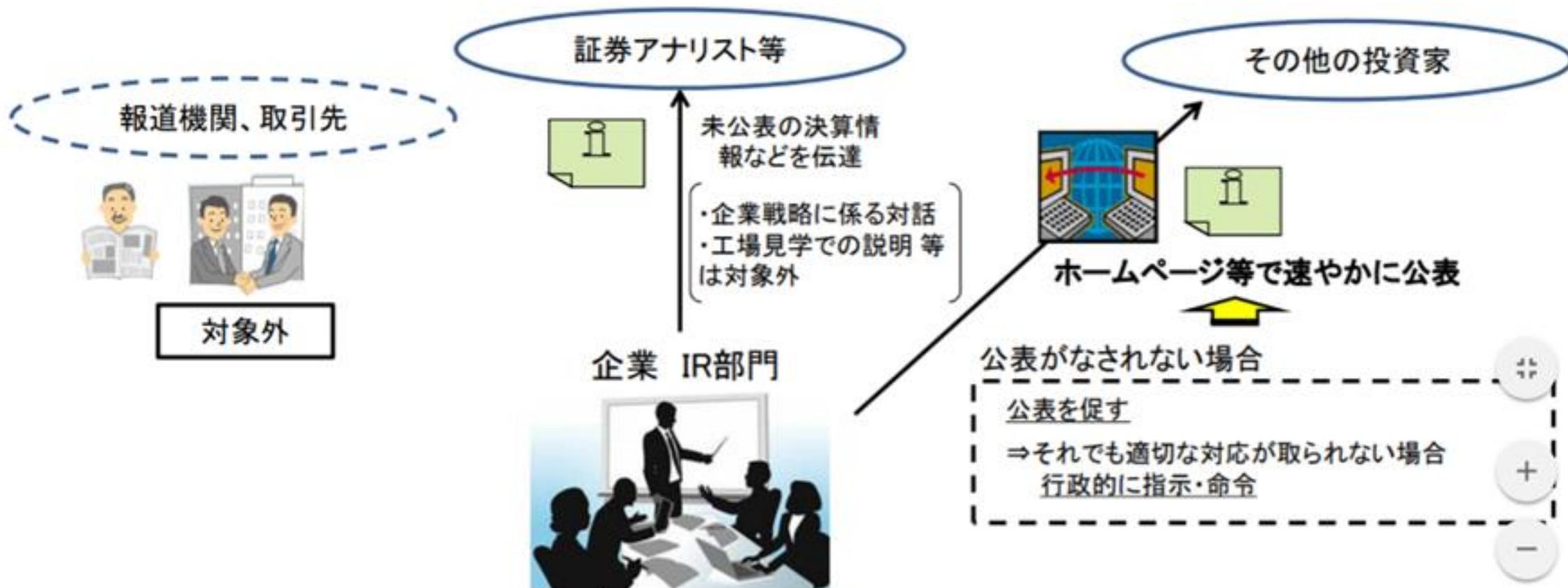
一定期間(原則5年間)は、子会社の範囲規制を適用しない(第87条の3、第106条の24関係)。

(猶予期間の設定)

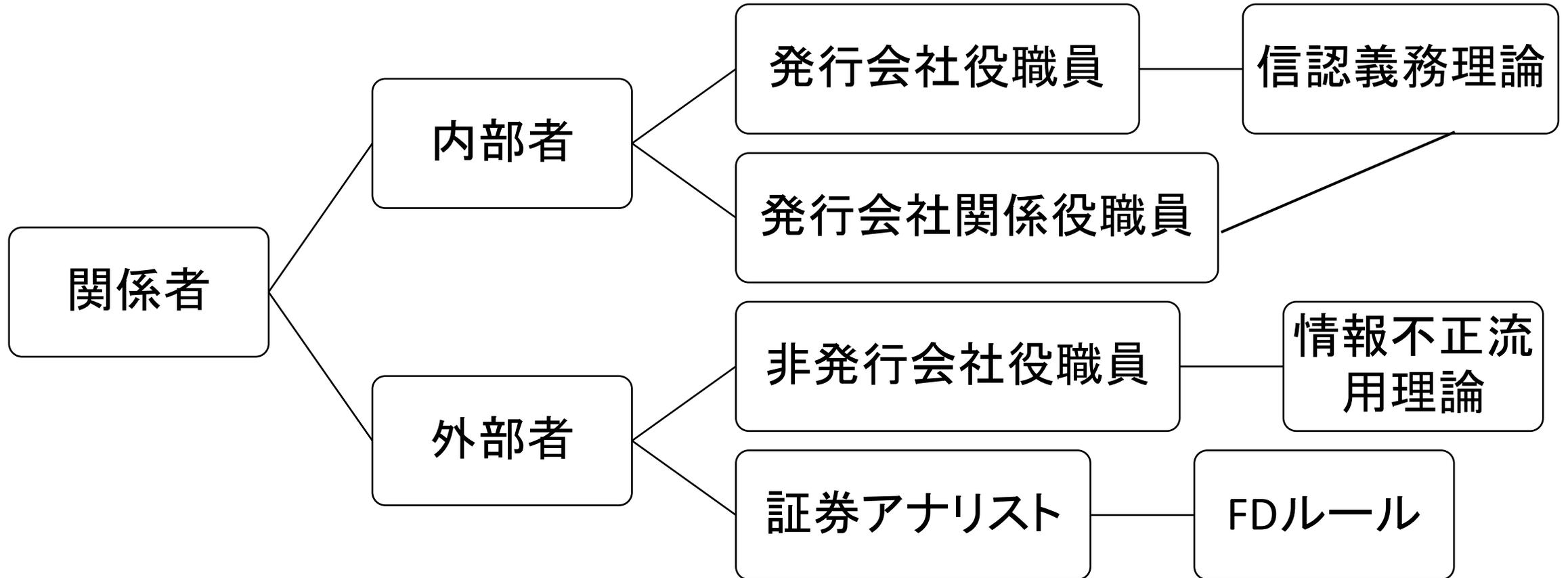
取引所業務範囲の柔軟化等



3. 上場会社による公平な情報開示・FDルール



米国のインサイダー規制理論と対象者



ダークス事件の概要

○証券アナリスト・ダークス自身には何の関係を持たない企業（保険会社）の元内部者から当該企業が大掛かりな詐欺に関与していることを示されて、この詐欺を調査し、当該企業の従業員から裏付け情報を獲得

○ダークスは、調査結果について顧客や投資家と話したところ、一部の者が、当該会社に係る保有分を売却

○このダークスの行為について、SECは、特に当該アナリストが伝えた未公開情報に基づいて保有分を売却した顧客及び投資家による法10条(b)及び規則10b-5の違反の幫助として当該アナリストを譴責処分

1983年連邦最高裁判所判決 DARKS V. SEC, 463 U.S. 646

○最高裁判所は、「全ての市場取引参加者の間に、重要な未公開情報に基づく行為を断念する一般的義務」が存在する訳ではない。開示したことにより何らかの義務に違反していたということは示されていない。

内部者は個人的利得のためではなく、企業内の大掛かりな詐欺を暴露するために行動を起こしている。したがって、情報提供者による違反がなければ、情報受領者の派生的責任も存在し得ないと判示。

○そこで、この判決の存在から発行会社によるアナリストへの情報提供については不問であるとの見解も拡大。

ガイドライン：業界慣行の存在

○1990年代の米国においては、企業業績の見通しなど未公表の重要情報を取引関係者に向けて公開する以前に、電話会議や会議に特定のアナリストや機関投資家に参加させ、その情報を知らせるイベントや会社役員が直接個々のアナリストに情報を伝えている状況が存在

○アナリストとの間では、

企業業績の予想に関するガイダンス (guidance)

と呼ばれる業界慣行となっていた。

業界慣行へのアンチテーゼ (SEC)

- ① 情報受領者による不正な利得の可能性
- ② 情報アクセスの跛行性
- ③ 投資判断の非独立性・癒着
- ④ 慣行意義の喪失 (情報仲介ツール不要)

FDルール of 制定 (SEC規則2000年8月)

- 業界慣行を否定し、発行会社による証券アナリスト等に対する情報の選択的(恣意的)開示を禁止するSEC規則を制定
- 制定に当たり、その有効性・効率性を巡り意見が対立
- その後も、禁止したことにより情報開示が進んだのかどうかの検証が継続

FDルール(選択的情報開示禁止制度)

○株式など証券の発行者が、発行証券や会社自身に関する重要な情報を、証券アナリストや機関投資家のファンド・マネジャーなど一部の者に対して優先的(差別的)に開示することを規制するSECの規則。

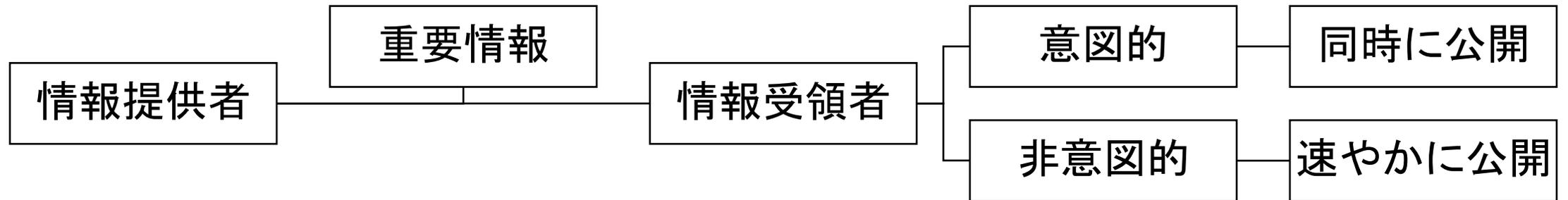
○その目的は、情報に対する投資者間の公平性(FAIRNESS)と市場の完全性(INTEGRITY)

- 公平性とは、情報入手に係る投資者間におけるイコールフィティング
- 完全性とは、市場のあるべき機能が十全に果たされることと機能性や効率性だけではない。

期待される効果

- ①開示が公平に行われることにより、投資家のマーケット情報に対する信頼が高まり、情報の調達コストの低下に連携
- ②開示が促進されることにより、市場提供情報の質と量が向上
- ③アナリスト間の競争 会社に対するアクセスの近さではなく、客観的な情報処理の競争化
- ④③の結果、何よりもアナリストの報告書の独立性が向上

FDルール of 構造



比較表(米国・EU・日本)

項目	アメリカ	EU	日本
根拠規定	SEC規則(FDR)	EU規則(MAR)	金融商品取引法
開示義務者	会社・役職員	会社	会社
情報提供者	会社・役職員	会社・役職員	会社・役職員
情報受領者	証券会社 保有者 機関投資家等	一部の第三者	証券会社 銀行 保有者、機関投資家等
重要情報	(Disclose or Abstain) 非公表の重要情報 (=インサイダー情報)	(Always Disclose) 未公表の確実な情報であつて、直接・間接に発行者または金融商品に関連する情報であり、それが開示されたとしたら当該金融商品の価格に重大な影響を与えることになると見込まれる情報である	(Always Disclose) 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つて、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの
公表方法	広範な手段 (非限定)	広範な手段 (容易なアクセス性)	法定手段のみ (インサイダー公表手段+ホームページ)
違反行為に対する処分	行政処分		行政処分

日本のFD導入経緯

○2016年4月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

消極意見と問題の発生事例,及び海外法制との比較が議論されたが未調整

そこで, 後論を深めるため専門委員会が開催された。

争点・

証券市場関係者で行われている有価証券発行会社と(情報)仲介者・投資家の間で行われる**エンゲージメント(特定開示)**と**公平なディスクロージャー(一般開示)**との調整の問題

金融庁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

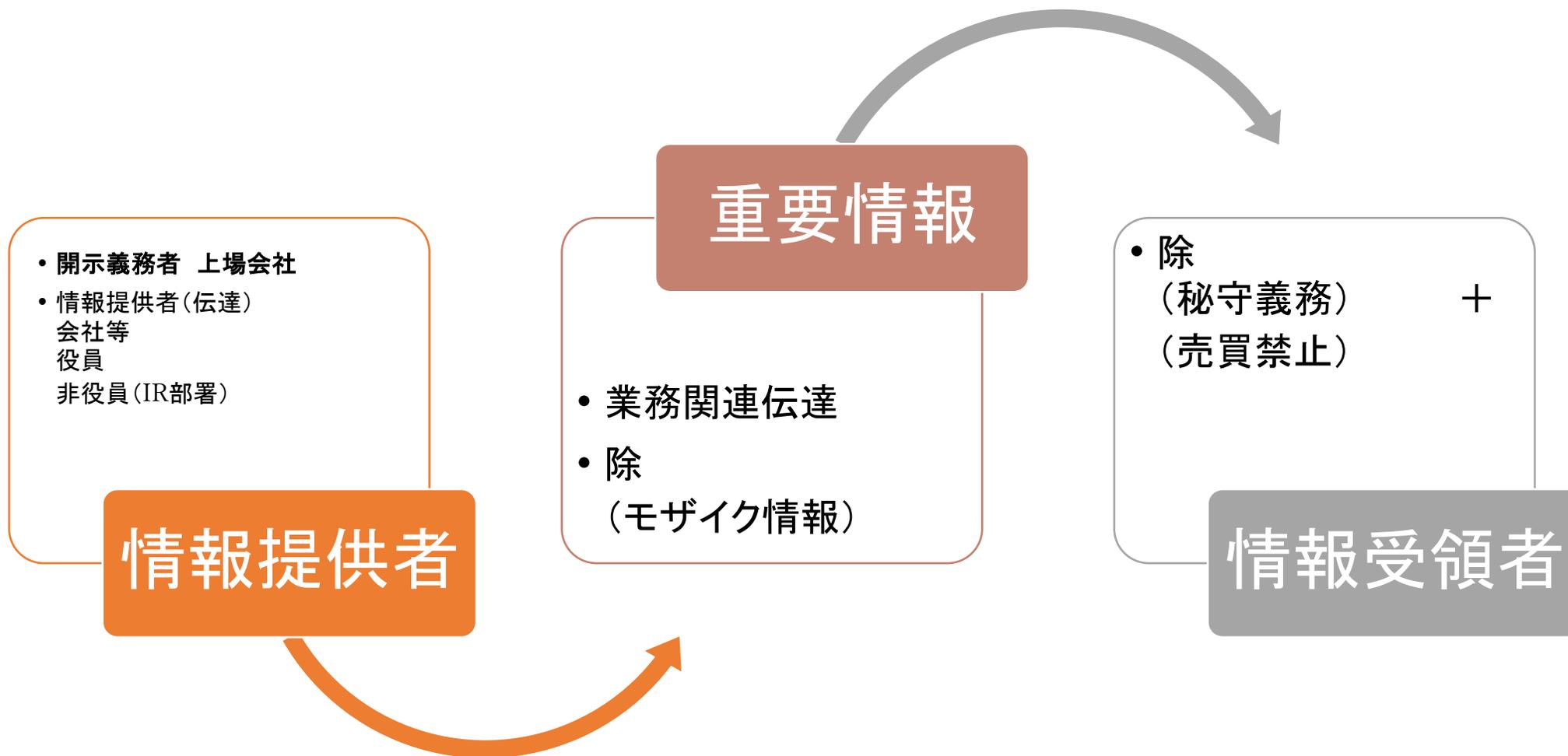
○2017年12月検討結果報告

FDルールを導入すべきであるとの方針

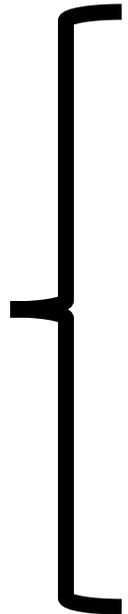
○導入の積極的効果

- ①発行会社の早期情報開示が行われ、投資家との対話の促進
- ②客観的で正確なアナリストによる分析・推奨環境の整備
- ③「早耳情報」に基づく短期的なトレーディングから、中長期的な視点に立つ投資家の意識改革促進

日本版FDルールの基本構造 (金商法第27条36)



わが国FRルールの特徴

- 
1. 単一条項(第27条の36)
 2. 適用除外や例外が多い
 3. 間接的な行政監督
 4. 運営が発行会社に依存
 5. グローバル化が遅い

1. 同時公表の原則

○第27条の36第1項では、FDルールの枠組みを定規

1. 選択的開示が行われる場合の同時公表の原則

発行会社が一部の第三者に未公表重要情報を提供するの
であれば、同時に一般の市場利用者に対しても公表すべき

2. 開示義務者(上場会社等の発行有価証券の範囲)

3. 情報提供者である上場会社等、役員等(情報提供者範囲)

4. 情報受領者である証券会社、銀行等(取引関係者の範囲)

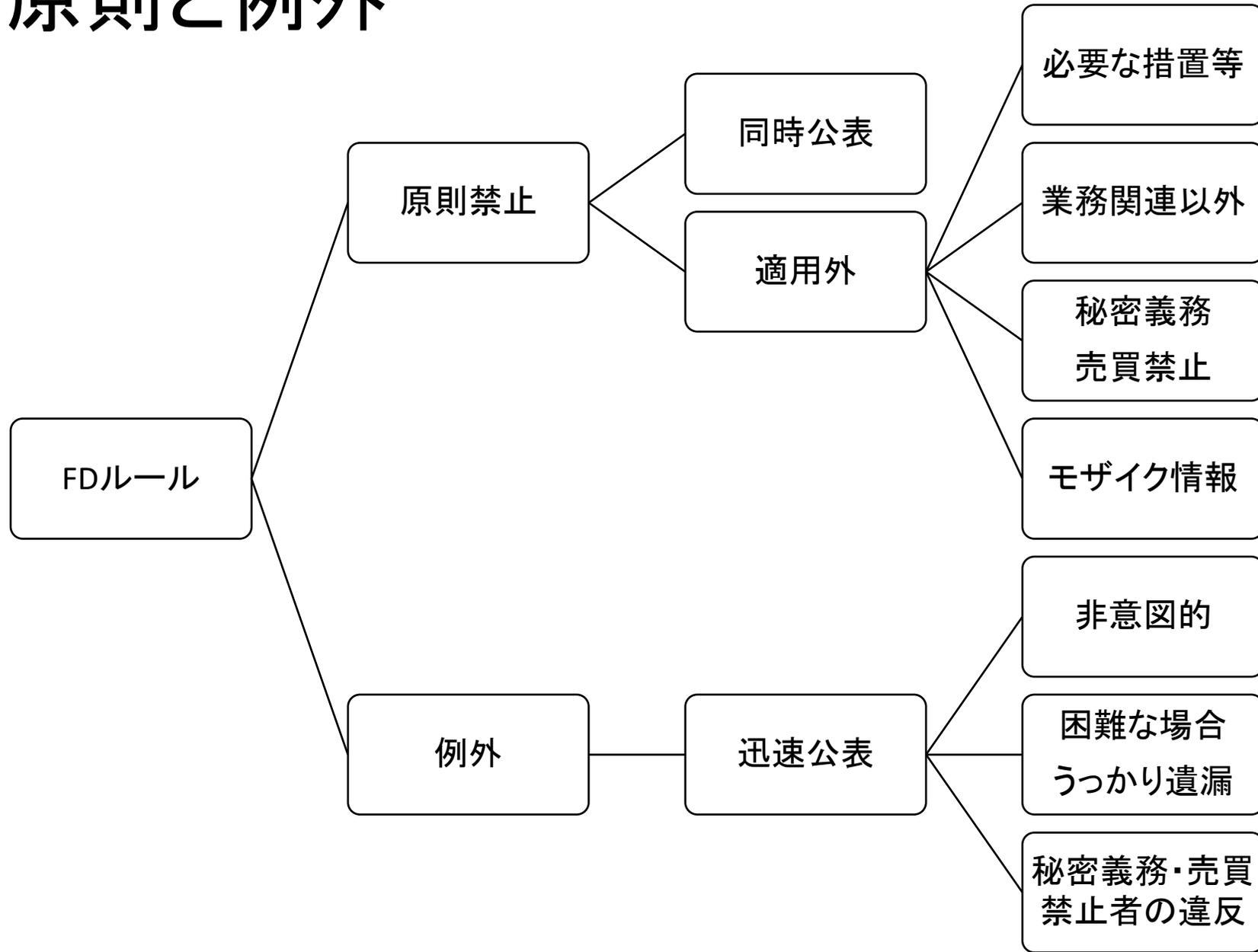
5. 提供される重要情報(重要情報の定義)など

2. 同時公表の例外

○同時公表の例外として、その業務に関して、取引関係者に重要情報の伝達を行った時において、①②の場合には当該上場会社等は、取引関係者に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伝達すること(第27条の36第2項)。

- ①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(=意図せずに行った場合)
- ②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(内閣府令 2号取引関係者であることを知らずに伝達してしまった場合「**うっかり遺漏**」)

一 2 原則と例外

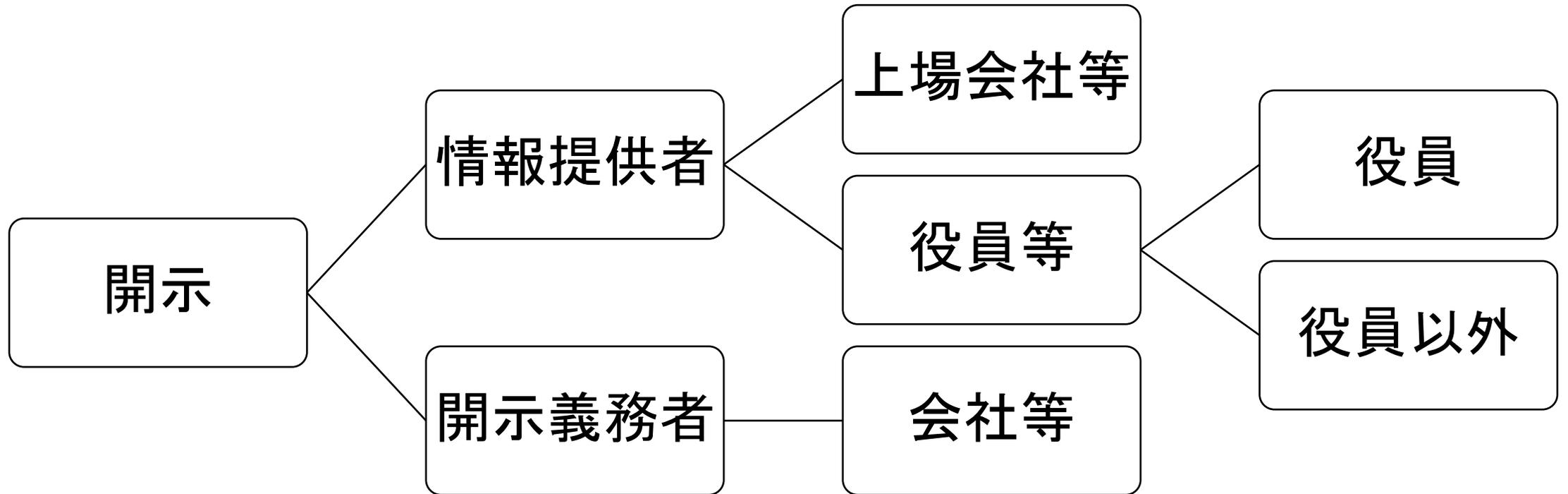


3. 開示義務者 (上場会社等と発行有価証券の範囲)

○開示義務者は上場会社等で、その発行している有価証券の範囲は、インサイダー取引規制の対象(第163条第166条)とほぼ同じ

○具体的には、上場・店頭登録有価証券である社債券(第2条1項5号)、優先出資証券(同7号)、株券・新株予約権証券(同9号)、投資証券、新投資口予約権等(同11号)

一 3 情報提供者と開示義務者



4. 情報提供者の範囲（情報提供者である上場会社等、役員等）

①情報提供者

○上場会社が開示義務を負う要件として、

「業務に関して（業務関連性）」情報提供者による「伝達」が存在することが必要

* インサイダー取引では、同じ伝達でも業務に関することは要件とされていない

○伝達を行う情報提供者は「上場会社等」とその「役員等」（役員、代理人又その使用人その他の従業者）

②役員等（役員と役員以外（職員）の区分）

○役員等のうち、役員以外の代理人又は使用人その他の従業者については、TPルールで職務範囲の特定が求められたことから業務に関する要件に加えて「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」との要件が必要・付加（同項括弧書）。

職員については、対外的な情報窓口である広報部門に属するか特定部署でも対外アクセスが組織として任されている担当者が想定。

○役員はその職務内容に関係なく、業務に関して情報提供をすれば開示の対象となるのに対し、役員以外の者はさらに所属する組織や職務内容によって対象となるかどうかで決定

5. 情報受領者（取引関係者の範囲）

○情報提供者から重要情報を伝達された情報受領者は、「取引関係者」と定義。

①1号取引関係者（証券会社 銀行等）

本来的に有価証券の取引を業務として行うことになっている、「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」（第27条の36第1項1号）。

信用格付会社が加わっている点については、SEC規則と異なる。府令では証券アナリスト等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や高速取引業者など（重要府令第4条）。

①ー1 対象除外（利用しないための措置）

○金融機関であっても、重要情報を公表前に利用しない適切な管理のための必要な措置、例えば研修等を受講し、加えて、金融商品取引業等の以外の業務に従事しかつ金融取引業以外の業務を遂行する場合であれば金融商品取引業に係る業務に従事していない者（内閣府令で定める者を除く第27条の36第1項1号括弧書府令 重要府令第6条）。

研修の受講と有価証券業務以外の業務であれば、重要情報を提供されても入手しても、1号取引関係者から除外されることとなります。その利用しないための措置としては、ガイドライン 問5では利用しないための社内規則等の整備やこれを遵守するための役職員に対する研修などを示しています。

②2号取引関係者(投資者)

②上場会社等の投資者向けセミナーなどの広報業務によって重要情報の伝達を受け、その情報による投資判断に基づき上場有価証券の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

重要情報府令(第7条)では、1号当該上場会社等に係る上場有価証券等の保有者

③第1号2号適用を除外される取引関係者

○第1号および第2号取引関係者であっても、

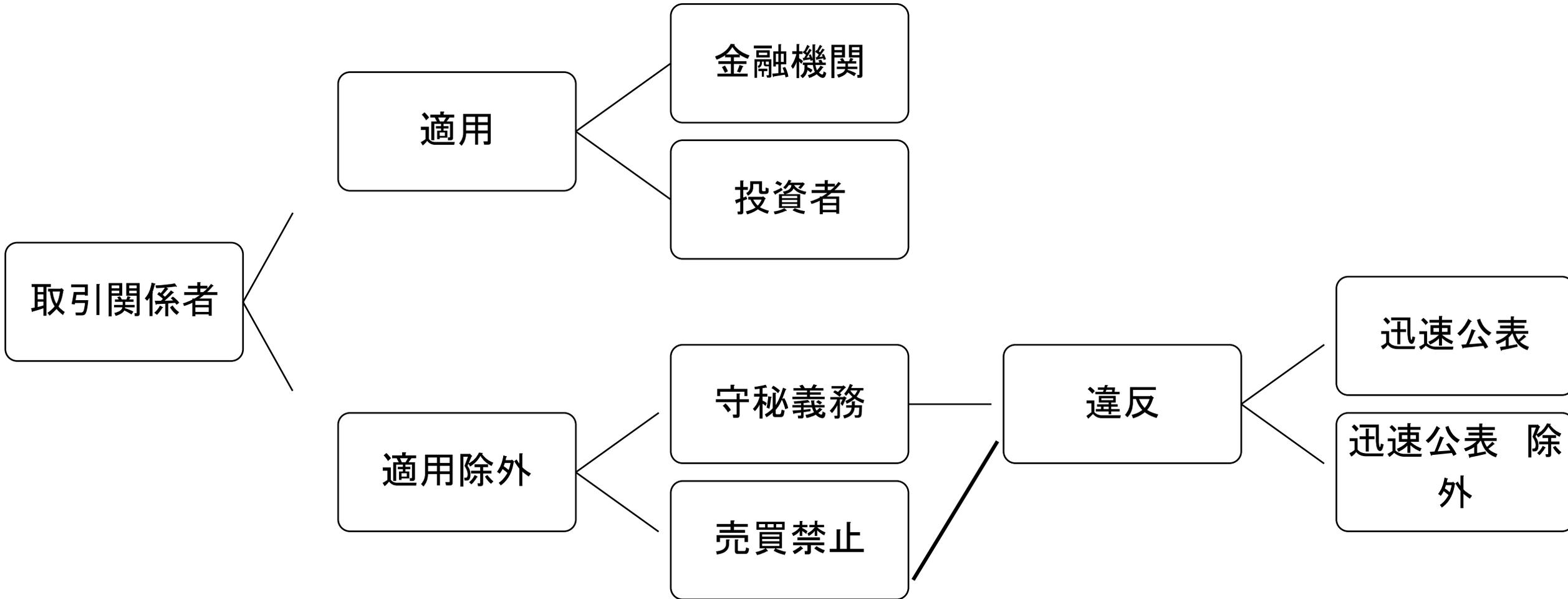
法令や契約により

①当該重要情報について守秘義務を負うとともに

②売買等が禁止される場合には、

公表を行わなくとも重要情報の利用による市場の信頼を毀損する危険性が低いため取引関係者から除外(第27条の36第1項但し書)

一5 適用除外者の違反



○適用除外者の違反行為対応

1. 迅速公表ケース

しかし、前スライド①②の要件を満たす適用除外取引関係者だとしても守秘義務を破ることがまったくないとは限らない。そこで、違反行為があり得るとして、公表義務を負荷(第27条の36第3項)。

2. 違反行為をやむを得ないとして公表を負荷しないケース

例外を重ねる。違反があっても重要情報を公表することが、やむを得ない理由によりできない場合を重要府令で認める。

重要府令第9条二タイプ

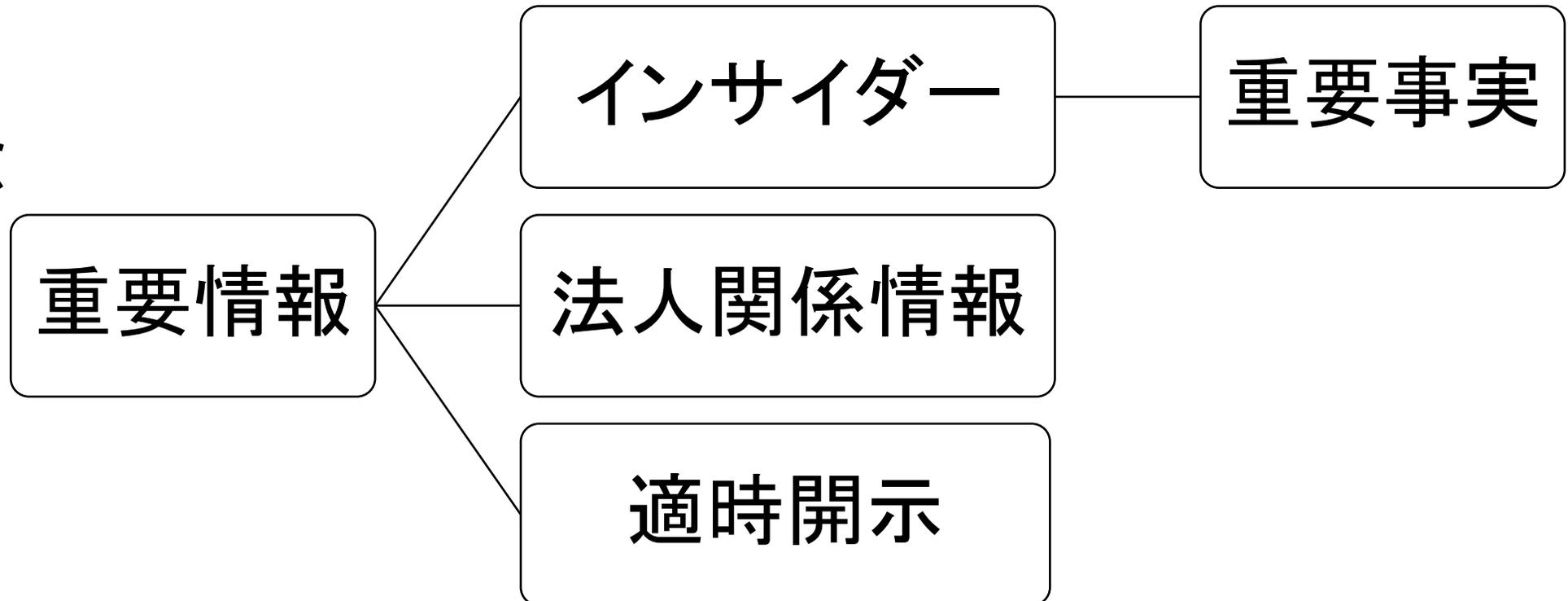
- 1号M&Aで代表される吸収合併、TOB、事業譲渡、など
- 2号株式等の募集、売出しなど

6. 規制対象となる情報： 重要情報

○FDルールでの規制対象となる「重要情報」は、

上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されてし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（第27条の36第1項本文）。

類似概念



重要情報の整理(市場関係者に影響を持つ情報)

イ.インサイダー規制の重要事実(第166条2項)

上場会社等の運営、業務・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著しい影響を及ぼすもの

ロ.法人関係情報(業府令第1条4項14号)

上場会社等の運営、業務・財産に関する公表されていない重要な情報であって、顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもの

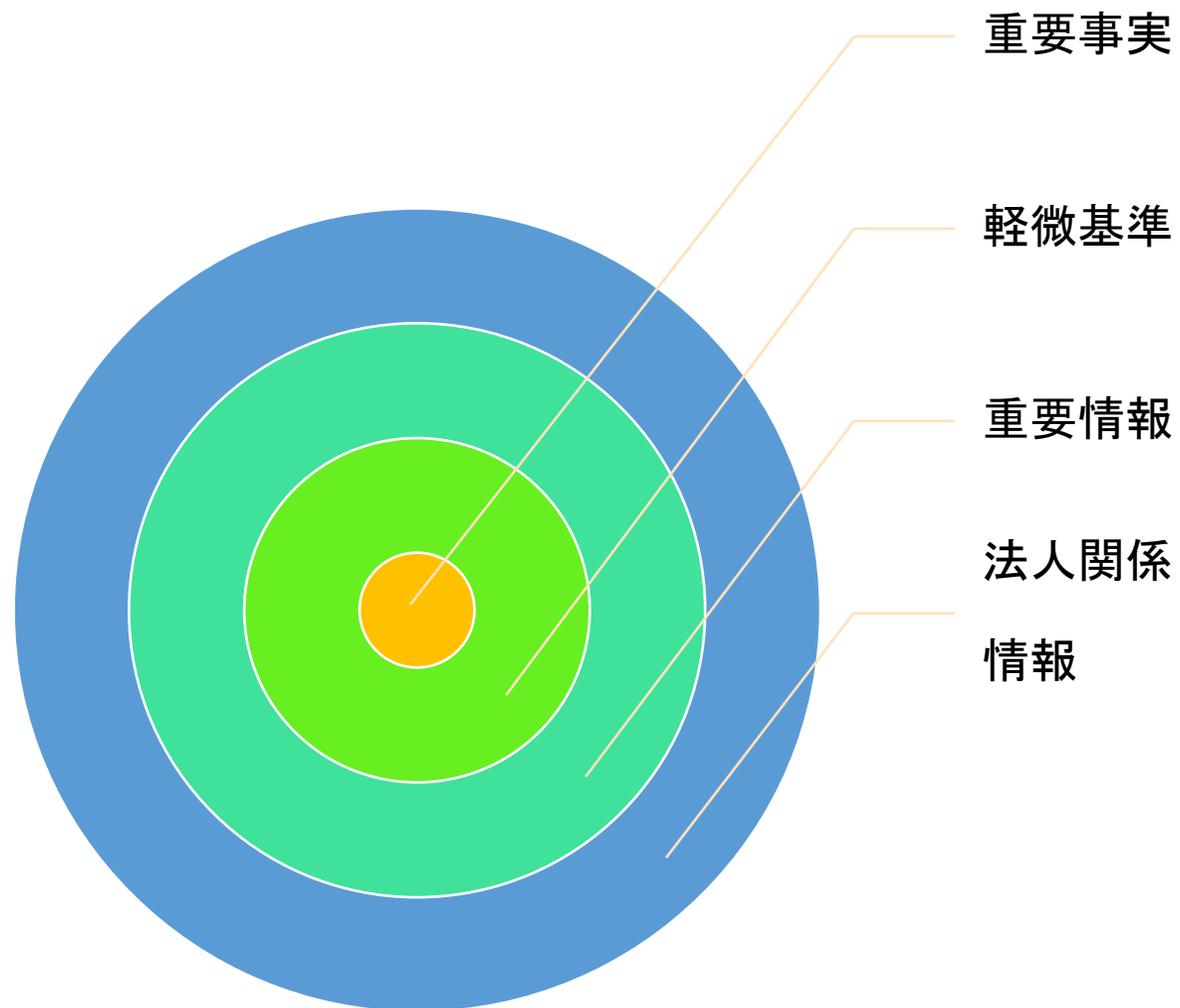
ハ.会社情報の適時開示(上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則)

重要事実よりやや広い面があるものの、実質的には同様であると解釈されるもの(したがって、考慮外)

概念の調整（FDTFの報告）

- インサイダー取引規制の対象となる重要事実とFDルール情報の範囲と基本的に一致
- それ以外の情報のうち、発行者または金融商品に係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（法人関係情報）を含める（決定機関による正式な決定前の情報や軽微基準に該当するものであっても重要情報には含まれ得る）。
- なお、**モザイク情報**とされる工場見学や事業別説明会で提供されるような情報などは、単体では直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえないので、対象外。

一6 重要情報



7. 公表の方法

○公表しようとする上場会社等は、情報の早期公表を促すFD
ルールの趣旨からインサイダー取引規制の公表方法より、緩
やか(第27条の36第4項)。

○重要府令第10条

①EDINETの利用

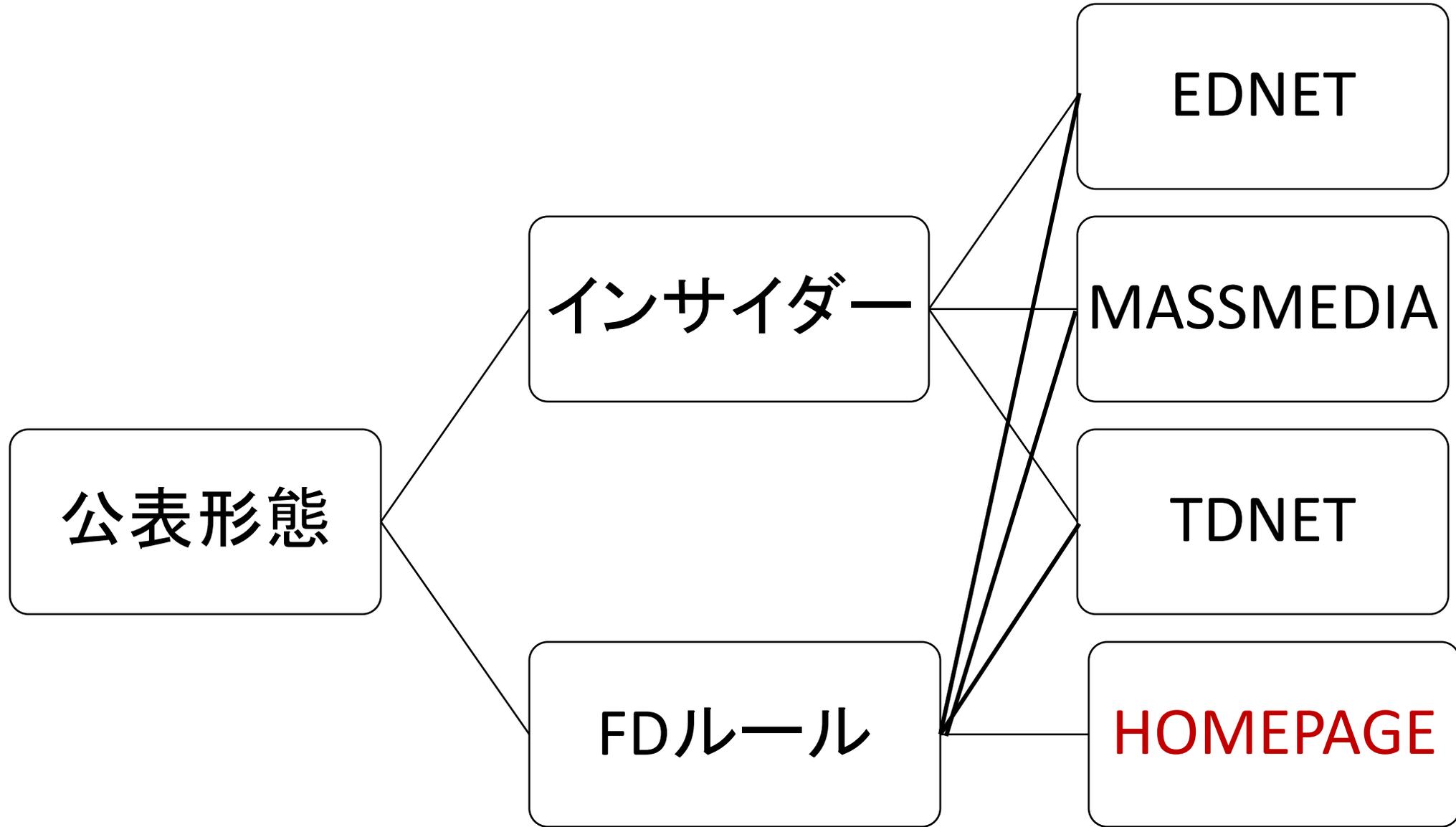
②二つ以上の一定の報道機関に対して公表する方法

③TDnetを利用する方法

④自社のウェブサイトを利用して公表する方法

(重要情報が集約されており、掲載後1年以上投資家が無償
で容易に閲覧できるものに限定)

ー7 公表の方法



8. 行政監督

○FDルールの趣旨が、情報の公平な早期公表にあることからインサイダー規制とは異なり、厳格な対応は取らない。

①公表の指示・命令(二段階の行政措置)

重要情報が公表されていないと認めるときは、公表すべき者に対し、重要情報の公表等の適切な措置をとるべき旨の指示(第27条の38第1項)。さらに、当該指示を受けた者が正当な理由がないのにその指示に係る措置をとらなかったときは、その者に指示に係る措置をとるべきことを命ずる(同2項)。

②報告聴取・検査(罰則)

命令に違反した者・報告聴取・検査に対し、無提出、虚偽報告・検査忌避をした者には6か月以下の懲役もしくは50万円以下の罰金・これを併科する(第205条5号、6号、6号の5)