

開示規制における情報開示

Information Disclosure in Disclosure Regulation

久保幸年

1. はじめに

金融商品取引法は、証券市場の規制法として企業内容等に関する情報開示の整備・運用すなわち開示規制を制定している。証券市場に参加する投資者は、投資の自己責任を負わなければならないことを踏まえ、合理的な投資判断を行うためには投資判断に影響を及ぼすべき重要な情報を入手できることが市場参加の前提となる。こうしたことも踏まえ、金融商品取引法の目的を定める法1条において、開示規制は証券市場における公正円滑な取引を確保するスタート規制として位置付けられている。

そこで、発行市場と流通市場という証券市場を構成する市場のそれぞれにおいて、企業内容等に関する重要な事項その他の公益または投資者保護のため必要かつ適当なものを、所定の様式により定められた書類すなわち法定開示書類の提出を受けて、開示を求める制度が金融商品取引法により制定されている。すなわち、発行市場においては有価証券届出書等、流通市場においては有価証券報告書等の法定開示書類が設けられており、それらの書類及びその写しが情報開示される。また、取引所市場の外（市場外）で株券等を大量に買い付ける場合、透明な競争売買により公平に証券取引されることを確保する観点から、その買付けに関する情報等を公開買付届出書等により開示する公開買付制度が設けられている。さらに、大量の株式保有者については、保有の状況や保有意図等に関する情報を大量保有報告書等により開示する大量保有報告制度が設けられている。

こうした法定開示書類により所定の投資判断情報が定期（一定の時期）または臨時に開示されることとなるが、こうした開示とは別に投資者の投資判断に影響を及ぼす重要な内部情報（以下「重要情報」という。）について選択的開示（特定の者への情報伝達をいう。以下同じ。）が行われた場合に限定して、その「重要情報」の開示（公表）を求めるフェア・ディスクロージャー規制が金融商品取引法により制定されている。つまり、フェア・ディスクロージャー規制は、重要な投資判断情報を開示することを一律に義務化するのではなく、選択的開示が行われた場合のみにおいて開示を義務化する制度である。ここで、金融商品取引法においては、開示規制による開示だけでなく、インサイダー情報（インサイダー取引規制の規制対象となる重要情報を

いう。以下同じ。)の開示がインサイダー取引規制の解除要件として定められている。

投資者の投資判断に影響を及ぼすべき重要な情報について、その情報の非対称を解消し、公正かつ公平な情報の開示がなされるべきことにより投資者保護を図ることは開示規制の設定目的からしても明らかに必要なことである。しかし、以上に掲げた情報開示の方法においては、金融商品取引法において一律でない定めが設定されている。そこで、本稿において、情報開示の意義を踏まえて、開示規制における情報開示の方法について取り上げ、法における課題等を論述することとする^(注1)。なお、インサイダー取引規制における開示たる公表も重要な情報の開示にかかわることから、当該公表も開示規制における公表との関係も含めて取り上げることとする。

2. 開示規制における開示方法

投資者に欠くことができない投資判断情報が適時・適切に提供されて、公正な価格形成がなされ、効率的な資金配分が可能となるため、当該投資判断情報の開示の義務付けが必要である。このため、開示規制により発行市場と流通市場の両市場において、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき重要な情報が広く一般に提供されることを求められることとなる。そこで、この開示規制において、投資者保護及び公正円滑な証券取引のため、投資判断情報の提供が公正かつ公平になされなければならないことが定められるべきことは当然である。

ここで、開示規制においては、こうした情報の提供すなわち情報開示の方法としては、公衆縦覧（社会一般の人々が自由に見ること）、公告（広く一般に知らせること）、公表（広く世間に発表すること）が設定されている。これらの方法は、共に公衆たる社会一般の人々が自由に情報入手できる措置をいう共通の意義であるが、金融商品取引法におけるこれらについての定めは一律ではないところがある。

そこで、これらの開示方法に関する設定及び内容等について、次に取り上げることとする。

(1) 公衆縦覧

発行市場と流通市場のそれぞれにおいて、所定の法定開示書類の提出を内閣総理大臣が受けて、公衆縦覧を求める開示制度が金融商品取引法により制定されている。すなわち、発行市場においては有価証券届出書等の提出（金商法5条1項）、流通市場においては有価証券報告書等の提出（金商法24条1項等）が設けられており、それらの書類を内閣総理大臣が公衆縦覧することが義務付けられている（金商法25条1項）。そして、当該書類の写しが取引所または認可協会に提出され（金商法6条・24条7項等）、取引所等は公衆縦覧しなければならない（金商法25条3項）^(注2)。なお、こうした公衆縦覧された情報の閲覧（間接開示）に加え、投資者に交付される目論見書

(直接開示)も定められている。こうした特定者への直接の情報交付である直接開示は、公衆への情報提供を受けて公衆自らが自由に当該情報へのアクセスにより当該情報の入手となる間接開示とは異なる開示対応である。

また、透明な競争売買により公平に証券取引される取引所市場の外(市場外)で株券等を大量に買い付けたりすることを規制する観点から、その買付けに関する情報等を法定開示書類により開示する公開買付制度が設けられている。この制度により、公開買付けに関する情報が開示されるための法定開示書類として公開買付届出書・意見表明報告書等が提出され(金商法27条の3第2項・27条の10第1項等)、それらの書類を内閣総理大臣が公衆縦覧することが義務付けられている(金商法27条の14第1項)。そして、当該書類の写しが取引所または認可協会に送付され(金商法27条の3第4項)、取引所等が公衆縦覧しなければならない(金商法27条の14第3項)。

そして、公開買付けと同様に、株式を大量に取得している者に関する情報は、投資判断において重要なものとなることから、大量の株式保有者については、保有の状況や保有意図等に関する情報を大量保有報告書等により開示する大量保有報告制度が設けられている。この制度により、大量の株式保有等に関する情報が開示されるための法定開示書類を株券等保有割合が5%を超える大量保有者からの提出を内閣総理大臣が受けて、公衆縦覧をすることが制定されている。すなわち、法定開示書類である大量保有報告書等の提出(金商法27条の23第1項本文等)が設けられており、それらの書類を内閣総理大臣が公衆縦覧することが義務付けられている(金商法27条の28第1項)。そして、当該書類の写しが取引所または認可協会に送付され(金商法27条の27)、取引所等が公衆縦覧しなければならない(金商法27条の28第2項)。

以上のように、法定開示書類の公衆縦覧(以下「法定開示」という。)は一律に定められており、一般への開示を義務付ける方法として明確にされている。なお、法定開示は、インターネットの普及を踏まえ、内閣府の使用に係る電子計算機と、法定開示書類の提出先である内閣府(財務局)と当該法定開示書類の提出義務者、当該法定開示書類の写しの提出先である取引所・認可協会を電気通信回線で接続した電子開示システムであるEDINET(Electronic Disclosure for Investors' NETwork)によっている(金商法27条の30の2・27条の30の3)。

(2) 公告

① 有価証券報告書の訂正に関する公告

有価証券の発行者である会社は、有価証券報告書の記載事項のうち重要なものについて訂正報告書を提出したときは、政令で定めるところにより、その旨を公告しなければならない(金商法24条の2第2項)。当該公告の義務付けは、有価

証券報告書における開示情報の重要性を踏まえた対応と考えられる。この公告は、次のいずれかの方法により訂正報告書を提出した後、遅滞なく、しなければならない（金商法施行令4条の2の4第1項）。

イ) 電子公告による方法（1項1号）

内閣府令で定める所定の公正な手続き等により（開示府令17条の5第1項、特定有価証券開示府令27条の5第1項）、E D I N E Tを使用する方法により、不特定多数の者が公告すべき内容である情報の提供を受けることができる状態に置く措置をとる方法をいう。

ロ) 日刊新聞紙への掲載による方法（1項2号）

全国において時事に関する事項を掲載する日刊新聞紙（開示府令17条の5第2項、特定有価証券開示府令27条の5第2項）に掲載する方法をいう。

② 公開買付けに関する公告

他社株券等公開買付け（発行者以外の者による株券等の公開買付けをいう。以下同じ。）によって株券等の買付け等を行う者は、政令で定めるところにより、当該他社株券等公開買付けについて、その目的、買付け等の価格、買付予定の株券等の数、買付け等の期間等を公告しなければならない（金商法27条の3第1項前段）。この公告は、電子公告か日刊新聞紙への掲載によらなければならない（金商法施行令9条の3第1項各号）。

また、自社株券等公開買付け（発行者による自社株券等の公開買付けをいう。以下同じ。）によって株券等の買付け等を行う者も、その公開買付けに関するこの公告をしなければならない、当該公告について他社株券等公開買付けにおける公告が準用されている（金商法27条の22の2第2項）。

③ 公告の方法の同一性

以上の①及び②において取り上げたように、情報開示の方法としての公告は電子公告または日刊新聞紙への掲載のいずれかによるという同一の定めが設定されている。

(3) 公表

公表については、前記（1）と（2）に係る法令の規定とは全く別の規定対応となっている。すなわち、公表の対象により当該公表の方法等は大きく異なっているのである。そこで、次の3. から7. において、開示規制とかかわると考えている取引規制のインサイダー取引規制における公表を最初に取り上げ、その後に開示規制にお

ける公表の定めについてそれぞれを取り上げることにする。

3. インサイダー取引規制における公表

インサイダー取引規制において公表がされたとは、インサイダー情報、すなわち上場会社等に係る業務等に関する重要事実（金商法166条1項柱書）（以下「重要事実」という。）または公開買付者等関係者が公開買付け等（公開買付けまたは株集め行為をいう。以下同じ。）の実施に関する事実または公開買付け等の中止に関する事実（以下「公開買付け等事実」という。）について多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと、またはインサイダー情報が記載されている法定開示書類が公衆縦覧に供されたことをいう（金商法166条4項・167条4項）。すなわち、インサイダー取引規制における公表とは、「重要事実」・公開買付け等事実について、次の（1）と（2）における①または②がなされたことである。

（1）「重要事実」の公表（金商法166条4項）

- ① 上場会社等、上場投資法人等または上場投資法人等の資産運用会社により、多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと
- ② 上場会社等、上場投資法人等または上場投資法人等の資産運用会社が提出した金融商品取引法25条1項に規定する法定開示書類（有価証券報告書、臨時報告書等）が公衆縦覧に供されたこと

（2）公開買付け等事実の公表（金商法167条4項）

- ① 公開買付者等により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと
- ② 公開買付けの公告・公表または公開買付届出書・公開買付撤回届出書が公衆縦覧に供されたこと

上記の①の「多数の者の知り得る状態に置く措置」とは、公衆に広く情報提供（開示）がなされ、当該情報の非対称が解消される公正かつ公平な状態とするための措置をいうものと解される。そして、上記の②は、それぞれの法定開示がなされたことをいう。なお、上記（2）の②においては、公告と公表もあるが、公告は前記2.（2）②、公表は後記7. を参照。

このように、投資判断情報たる「重要事実」等の開示のために、法定開示と同等の情報開示をもたらすものとして政令で定めている措置が上記①ということである。したがって、上記の①（多数の者の知り得る状態に置く措置）及び②（法定開示等）は、「重要事実」または公開買付け等事実のインサイダー情報に係る取引規制を解除する

措置として、同等の情報開示効果をもたらすものとして位置付けられると解される。

(3) 多数の者の知り得る状態に置く措置

一般的に、公表対象たるインサイダー情報を投資者が知る情報ルートとしては、前記(1)または(2)の①の類型といえよう。特に、「重要事実」の多くが法定開示の対象とされていないことから、法定開示により当該「重要事実」を知ることは限定的である。ここで、「多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと」とは、次の①または②に掲げる措置のいずれかがとられたことをいう。

① 複数報道機関への公開と12時間経過

上場会社等もしくは当該上場会社等の子会社・資産運用会社の代表者等もしくは当該代表者等から「重要事実」を公開することを委任された者または公開買付者等もしくは当該公開買付者等から公開買付け等事実を公開することを委任された者が、「重要事実」または公開買付け等事実を次に掲げる報道機関の2以上を含む報道機関に対して公開した時から12時間が経過したことが公表と定められている(金商法施行令30条1項1号・2項)。

- イ) 国内において時事に関する事項を総合して報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社及び当該新聞社に時事に関する事項を総合して伝達することを業とする通信社
- ロ) 国内において産業及び経済に関する事項を全般的に報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社
- ハ) 日本放送協会及び基幹放送事業者

② 適時開示

上場している取引所(上場でない場合:登録先・指定先の認可協会)の規則で定めるところにより、上場会社等もしくは当該上場会社等の資産運用会社または公開買付者等が「重要事実」または公開買付け等事実を当該取引所に通知し、かつ、当該通知された「重要事実」または公開買付け等事実が、所定の電磁的方法すなわち取引所規則による開示の電子開示システムであるTDnet(Timely Disclosure network)により(取引規制府令56条)、当該取引所において公衆縦覧に供されたことが公表と定められている(金商法施行令30条1項2号から5号)。

ここで、上記の取引所規則による開示を適時開示という。すなわち、適時開示とは、証券市場を開設している自主規制機関たる取引所が、当該証券市場の適切な管理運営を図り、もって公益及び投資者保護を図るために、当該証券市場において取引の対象となる有価証券の発行者に対して重要な企業内容等の情報の提供

を求めて、その情報を当該取引所が公衆縦覧に供することをいう。適時開示については、常に投資者の視点に立って迅速に開示することが基本的スタンスとされており（上場規程401条）、これを踏まえて適時開示においては、次の遵守事項が定められている（上場規程412条1項各号）。

- （イ）開示する情報の内容が虚偽でないこと
- （ロ）開示する情報に投資判断上重要と認められる情報が欠けていないこと
- （ハ）開示する情報が投資者判断上誤解を生じせしめるものでないこと
- （ニ）その他開示の適正性に欠けていないこと

上述のことを踏まえて、適時開示においては上場会社が適時開示に係る資料（データ）をTDnetにより取引所に送信し（上場規程414条2項）、公衆縦覧に供されることとなる（上場規程414条6項）。このTDnetは、「重要事実」等のインサイダー情報の公表において、インターネットに接続された自動公衆送信装置を使用する方法であり、電気通信回線を通じた不正なアクセス等を防止するために必要な措置が講じられていることなどが求められている（取引規制府令56条）。

このように、適時開示の基本的スタンスを規定する総則と適時開示の遵守条項を踏まえ、情報開示の適切な公衆縦覧への対応（TDnet使用）がなされることから、適時開示による開示が「多数の者の知り得る状態に置く措置」がとられたこととして認められているものと考えられる。

4. 訂正目論見書の交付の免除における公表

有価証券の募集または売出しにより取得させ、または売り付ける場合には、法定開示書類の有価証券届出書に準じたことを記載した目論見書をあらかじめまたは同時に交付しなければならない（金商法15条2項）。そして、有価証券届出書について自発的訂正届出書が提出されたときには（金商法7条1項）、その訂正内容を記載した訂正目論見書をあらかじめまたは同時に交付しなければならない（金商法15条4項）。ここで、募集または売出しにおいて、有価証券届出書・目論見書において、発行価格等を記載しないで（未定と記載する。）、提出・交付することができるので（金商法5条1項ただし書・13条2項ただし書）、当該発行価格等が決定した時に訂正有価証券届出書・訂正目論見書を提出・交付することが通常の実務対応となっている。

しかし、発行価格等を記載しないで交付した目論見書に発行価格等を公表する旨及び公表の方法が記載され、かつ、当該公表の方法により当該発行価格等が公表された場合には、訂正目論見書を交付することは求められない（金商法15条5項）。この規定における「公表の方法」は、次の開示府令（開示府令14条の2第1項各号）で定められるものに限られている（金商法15条5項かつこ書）。

- ① 日刊新聞紙（前記3.（3）①のイ）・ロ）参照。次の②も同じ。）のうち2以上に掲載する方法（1号）
- ② 日刊新聞紙のうち1以上に掲載し、かつ、発行者または金融商品取引業者等のウェブサイトにて閲覧に供する方法（2号）
- ③ 発行者または金融商品取引業者等のウェブサイトにて閲覧に供する方法（当該有価証券を募集または売出しにより取得させ、または売り付けようとする際に、その相手方に発行価格等を電話その他の方法で直接に通知する場合に限る。）（3号）

上記の公表の方法は、公告（前記2.（2））における電子公告と日刊新聞紙への掲載による方法に準ずるところがあるが、上記の②と③のウェブサイトでの閲覧は、公正かつ公平な情報提供に係る規制によるEDINETによる当該電子公告とは異なっている。すなわち、上記の②と③のウェブサイトについては、有価証券の募集または売出しにより取得させ、または売り付けようとする期間が終了するまでの間、閲覧可能な状態を維持しなければならないことの定め（開示府令14条の2第2項）にとどまり、情報提供に係る枠組みは規定されておらず、発行者または金融商品取引業者等による任意開示のものとされている。

5. フェア・ディスクロージャー規制における公表

フェア・ディスクロージャー規制においては、開示対象情報の開示を義務付ける法定開示とは異なり、選択的開示が行われた場合のみにおいて開示を義務化することとなる（金商法27条の36第1項本文）。また、フェア・ディスクロージャー規制における「重要情報」は、法定開示における開示対象情報とは非常に大きく異なるものであるほか、開示の方法等も全く異なることが定められている。

ここで、フェア・ディスクロージャー規制における「重要情報」の開示としての公表は、内閣府令で定めるところにより、インターネットの利用その他の方法により行わなければならない（金商法27条の36第4項）。具体的には、次のいずれかの方法によることとなる（重要情報公表府令10条各号）。

- ① 法定開示（1号）…「重要情報」が記載された金融商品取引法25条1項に規定する法定開示書類（有価証券報告書、臨時報告書等）を提出する方法。ただし、当該法定開示書類が法の規定により公衆縦覧に供された場合に限る。
- ② 複数報道機関への公開と12時間経過（2号）…上場会社等、当該上場会社等の子会社もしくは上場投資法人等の資産運用会社の代表者等または当該代表者等から公開することを委任された者が2以上の新聞社・通信社・放送事業者の報道機関（前記3.（3）①のイ）からハ）参照）に対して「重要情報」を公開する方法。ただし、少なくとも2の報道機関に対して公開したときから12時間

が経過した場合に限る。

- ③ 適時開示（3・4号）…上場取引所（上場でない場合：登録先・指定先の認可協会）の規則に従い、上場会社等または上場投資法人等の資産運用会社が「重要情報」を当該上場取引所に通知する方法。ただし、当該通知された「重要情報」が当該上場取引所において公衆縦覧に供された場合に限る。
- ④ ウェブサイトへの掲載（5号）…上場会社等のウェブサイト上に「重要情報」を掲載する方法。ただし、当該ウェブサイトに掲載された「重要情報」が集約されている場合であって、掲載時から少なくとも1年以上投資者が無償でかつ容易に「重要情報」を閲覧することができるようにされているときに限る。

ここで、上記④のウェブサイトへの掲載については、情報集約と閲覧期間に係る定めにとどまり、情報提供に係る枠組みは規定されておらず、上場会社等による任意開示のものとされている。

6. 法定開示書類の虚偽記載等における公表

金融商品取引法においては、法定開示書類において重要な虚偽記載等が行われた場合には、当該法定開示書類の提出者に対して損害賠償責任が定められている（金商法21条の2第1項）。この損害賠償の金額の算定は虚偽記載等の公表が起点となることから（金商法21条の2第3項）、当該公表がどのように定められているかが非常に重要なこととなる。この公表とは、当該法定開示書類の提出者または当該提出者の業務もしくは財産に関し法令に基づく権限を有する者により、当該書類の虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項または誤解を生じさせないために必要な重要な事実について、法の規定（金商法25条1項）による公衆の縦覧その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたことをいう（金商法21条の2第4項）。すなわち、「法の規定による公衆の縦覧」である法定開示は、「多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」の例示として規定されており、本規定における公表とは「多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」という包括規定にとどまっており、インサイダー取引規制等のように具体的な公表の方法について政令等において定められていない。

虚偽記載等については、訂正報告書の公衆縦覧のほかには、当該虚偽記載等の判明時の臨時開示は法定開示の対象とされていない。実際の虚偽記載等の事実の判明及び当該事実の内容等は、前述の適時開示に係る取引所規則と開示対応を踏まえて（前記3.（3）②参照）、訂正報告書の公衆縦覧の前に適時開示によって開示されている。こうしたことから、適時開示がこの公表に該当するものと解される^(注3)。しかし、上記のとおり、適時開示は公表の方法として具体的に定められていない。一方、イン

サイダー取引規制やフェア・ディスクロージャー規制においては、法定開示のほかの公表として適時開示が政令または内閣府令により具体的に定められており、虚偽記載等に関する公表とは大きく異なる定めとなっているのである。

7. 公開買付けにおける公表

公開買付けに係る制度は、他社株券等公開買付けと自社株券等公開買付けに分けて制定されていることから、それぞれの公表を取り上げることとする。

(1) 他社株券等公開買付けにおける公表

訂正公開買付届出書の提出による期間延長、対抗公開買付けによる期間延長、買付条件の均一化と変更の制限等において、公開買付者による公表を行うことが義務付けられている（金商法27条の8第8項等）。この公表とは、公表すべき内容及び事項を2以上を含む報道機関（前記3.（3）①イ）からハ）を参照）に対して公開することにより行わなければならないことをいう（他社株券等公開買付府令20条）。

(2) 自社株券等公開買付けにおける公表

自社株の取得の決定は、当該上場株券等の発行者の「重要事実」である（金商法166条2項1号ニ）。上場株券等の買付けを行おうとする当該上場株券等の発行者は、こうした「重要事実」についてインサイダー取引規制における公表がされていないときは、公開買付届出書を提出する日前に、当該「重要事実」を公表しなければならない（金商法27条の22の3第1項）。この公表を行う場合には、公表すべき内容及び事項を2以上を含む報道機関（上記（1）の報道機関を参照）に対して公開することにより行わなければならない（金商法27条の22の3第1項、自社株券等公開買付府令11条）。

上記の自社株券等公開買付けにおける公表は、他社株券等公開買付制度における公表と同様の定めであり、上述の複数報道機関への公開は、インサイダー取引規制における公表の定めにおける多数の者の知り得る状態に置く措置のうちの複数の報道機関への公開（金商法施行令30条1項1号）に準じて定められたものと考えられる。そして、報道機関への公開を行って12時間が経過した時点で公表がされたものとみなされる（金商法27条の22の3第3項、金商法施行令14条の3の12）。この12時間経過の定めもインサイダー取引規制における公表の定め（金商法施行令30条2項）を踏まえて、規定されたものと解される。しかし、法定開示及び適時開示はこの公表に該当するものとして定められておらず、インサイダー取引規制における公表と異なる定めとされている。

8. 開示規制における公表の課題

(1) 公表の課題

① 公表の設定・方法等に係る課題

証券市場における取引対象となる有価証券及びその発行者の内容等に関する情報すなわち投資対象に関する情報が知らされないと、投資者が自己責任を負って合理的な投資判断を行うことができないことになる。そこで、金融商品取引法における開示規制により、投資者に当該投資判断情報を公正、かつ、公平に開示することにより、投資者保護を図ることとなる。投資判断情報が適時、適切に開示されなければ、投資者が合理的に投資判断を行うことは不可能であり、誤った投資判断を強いられることにもなりかねないからである。こうした投資者保護を図るため、企業内容等の開示に関する開示規制が定められているものと考えられる。

そこで、開示規制における投資者への情報の開示においては、公衆縦覧や公告のほか、公表が設定されている。しかし、開示規制において、この開示としての公表の定めの設定や方法等については一律でなく、異なる定めとなっている。こうしたことについては、開示の意義等を踏まえて、公表に係る課題が生じていると考えられる。これを受けて、以下の(2)から(4)において、公表の課題について論述することとする。

② 公表の位置付けに係る課題

情報の公表については、開示規制における公表だけでなく、インサイダー取引規制における公表も大きくかかわるものである。投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすべきインサイダー情報が開示される前に市場取引が行われることは、証券発行者の企業内容等の実態と大きく乖離している投資判断に基づいて行われる取引となることから、合理的でない不適切な取引であることは明らかである^(注4)。しかし、インサイダー取引規制においてはインサイダー情報の公表そのものは義務付けておらず、取引規制の解除要件にとどまっているのである。すなわち、取引規制は、インサイダー情報である「重要事実」・公開買付け等事実の公表前において設定されており、当該インサイダー情報の公表があれば当該取引規制が解除されることとなるが(金商法166条1項・167条1項)、当該公表は義務付けられていない。

このように、規制対象の取引のみが禁止され、インサイダー情報の公表がされずに市場取引が継続されることは、上述のように、投資者保護がなされていないとともに市場機能である公正な価格発見機能を果たせていない。したがって、インサイダー情報について適切な開示の時期を踏まえて開示されるべき規定が設定

されることが必要であると考えられる。したがって、インサイダー取引規制における公表の位置付けについて課題があると考えられる。

(2) 公表に係る異なる定め

前記の3. から7. において取り上げてきたように、公表の定めについては、その対象の制度により当該公表の設定及び方法等は大きく異なっている状況である。投資判断情報の公正、かつ、公平な公衆への情報開示について異なることが法で定められていることは、開示規制の趣旨及び情報開示の意義からして適切でないと考えられる。すなわち、次のように公表に係る規定について課題があると考えられる。

① 公表に係る包括規定

法定開示書類の虚偽記載等により生じた損害の額について法定されていることは、当該虚偽記載等と損害賠償額との関係を立証する困難な対応は求められず、損害賠償を求める投資者にとって賠償追及の負担が大きく軽減されることとなるものである。この損害賠償額を算定する起点が虚偽記載等の公表の日とされているが、この公表についての方法は法定開示書類の公衆縦覧が例示とされているだけにとどまっており、具体的に定められていない包括規定となっている（前記6）。法における包括規定の解釈については一般投資者にとっては困難なものであり、法律専門家への相談など、賠償追及において負担がかかることとなる。このように、公表に係る包括規定という設定は、損害を受けた投資者の賠償追及における負担を軽減することとなる法の趣旨・目的に資することが十分でないため、適切でないものと考えられる。

② 公表の方法に係る異なる規定

インサイダー取引規制及び訂正目論見書・フェア・ディスクロージャー規制並びに公開買付制度における公表については、それぞれの公表の方法が具体的に定められている（前記3～5、7）。しかし、それぞれの公表について、それぞれ異なる公表の方法が定められている。公表の意義・目的を踏まえて、こうした別々の異なる公表の方法を規定していることは適切でないと考えられる。公衆縦覧や公告に係る定めの方と同様に、法における公表について、公正で公平な方法が適切に同一に定められるべきである。

(3) 複数報道機関への公開と12時間経過

インサイダー取引規制やフェア・ディスクロージャー規制、公開買付制度において、複数報道機関への公開及び一定期間（12時間）の経過が公表と定められている。ここ

で、報道機関に公開した情報について当該報道機関により実際に報道が行われるかどうか、公開の内容と報道の内容との関係については、当該報道機関の判断によるものである。つまり、公開したことについての報道の義務付けは、当然、なされていない。そこで、これらの規制対象の重要情報を報道機関に公開したことをもって、当該重要情報が報道されて、当該重要情報の開示となって投資者への情報周知の道筋となるかどうかは確定されているわけではない。

したがって、複数報道機関への公開と12時間経過は、「多数の者の知り得る状態に置く措置」がとられたことには該当しない場合があり得ることは明らかである。つまり、規制対象の重要情報の非対称の解消が実際に行われるかどうかの確定は不明である。こうしたことから、複数報道機関への公開と12時間経過をもって公表として、インサイダー取引規制の解除要件やフェア・ディスクロージャー規制・公開買付制度における情報開示とすることは適切でないと考えられる。

(4) ウェブサイトへの情報掲載

訂正目論見書に係る公表においては発行者または金融商品取引業者等のウェブサイトへの掲載、フェア・ディスクロージャー規制による「重要情報」の公表においては上場会社等のウェブサイトへの掲載、による情報提供も公表の方法とされている。このウェブサイトの利用や対処方法は、発行者・金融商品取引業者等または上場会社等に依拠するものである。公表の方法に係る規定において、ウェブサイトでの掲載期間（訂正目論見書）や情報の集約と掲載期間（フェア・ディスクロージャー規制）が設定されているだけで、そこでの情報提供に係る枠組みについて規制されていない。適時、適切に情報開示がなされるためには、任意の開示にとどまることなく、公正で公平な情報提供に係る枠組みの適用が設定されるべきものと考えられる。

例えば、アメリカのフェア・ディスクロージャー規制に係る規則においては、法定開示書類（Form 8-K）による開示のほか、ウェブサイト等による任意開示の方法が公表として認められるかどうかは、広く非限定的に公衆に対して情報を提供するよう合理的に設計された情報伝達の方法に該当するかどうかによることとされており（Reg. FD §243.101 (e) (1)・(2)）、任意開示について情報提供の枠組みが規定されている。

一方、インサイダー情報たる「重要事実」等に該当する「重要情報」がウェブサイトへ掲載されても、インサイダー取引規制においては公表されていない状況となるので、同規制は解除されないこととなる。フェア・ディスクロージャー規制においては、選択的開示を原則として禁止し、「重要情報」の公正かつ公平な情報開示により、当該「重要情報」の非対称を解消することを目的としているものと考えられる。こうし

たことを踏まえれば、フェア・ディスクロージャー規制において、インサイダー取引規制の解除要件の公表とならないウェブサイトへの情報掲載が公表とされていることは適切でないと考えられる。すなわち、重要な情報の非対称を解消して不公正な取引を排除する規制としてのインサイダー取引規制において定められている公表に該当しない方法をフェア・ディスクロージャー規制における公表として定めることは適切でないと考えられる。

また、上場会社は、ウェブサイトで適時開示の対象となる会社情報を開示する前にTDnetにより適時開示をしなければならないことが定められている。すなわち、インターネットを利用して公衆による閲覧ができる状態に置こうとするときは、TDnetにより当該会社情報が開示された時以後にこれを行うものとするとしている（上場規程413条の2）^(注5)。ここで、「重要情報」は適時開示の対象情報と考えられるところから、適時開示とは別にウェブサイトによる掲載を公表の方法としてフェア・ディスクロージャー規制において定めていることは、上記の上場会社が遵守すべき適時開示への対応からしても問題があるものと考えられる。

9. おわりに

投資者が投資判断に影響を及ぼすべき重要な情報の開示において、その方法は情報の非対称を解消するという公正、かつ、公平なものが定められ、当該方法が同一に定められて適用されなければならないものである。したがって、開示規制を定める金融商品取引法において、重要な投資判断情報を公正、かつ、公平に行わなければならない開示については、その開示の目的を踏まえれば一律に制定されるべきものと考えられる。ここで、金融商品取引法における開示規制における開示の方法としては、①公衆縦覧、②公告、③公表が開示の方法としてそれぞれ定められており、本稿においてはそれぞれの方法について開示の意義を踏まえて、次のような論述を行った。

①の公衆縦覧は、法定開示においてはEDINET、適時開示においてはTDnetという電子開示手続により、求められるべき開示が行われている。これらの電子開示手続については、公正、かつ、公平な開示を行うための所定の手続き及び対応が法令・取引所規則で定められているものである。したがって、公衆縦覧は、公正で公平な開示であることは明らかである。次の②の公告は、EDINETを用いた電子公告も定められており、法定開示における公衆縦覧と実質的に同一の開示の方法である。また、②の公告として、日刊新聞紙への掲載も定められており、公正、かつ、公平に開示がなされることは一般に認められるものである。したがって、①公衆縦覧と②公告は、電子手続きかどうかは異なるが、実質的に求められるべき同一の開示の方法と考えられる。

一方、③の公表においては、②の日刊新聞紙への掲載としての公告ではなく、複数報道機関への公開と一定時間経過という定めがあり、当該報道機関により報道（開示）されるかどうかは確定されているものではなく、②の公告と大きく異なるものである。また、本稿で課題・問題点を指摘したウェブサイトによる開示も公表として設定されている。こうした指摘を踏まえ、複数報道機関への公開と一定時間の経過及びウェブサイトへの情報提供を公表として法が定めることは適切でないと考えられる。一方、公表の方法としての法定開示と適時開示は、公正で公平な開示対応がなされる適切なものである。また、インサイダー取引規制における公表においても、規制解除の要件としてのインサイダー情報の公衆への情報提供の意義を踏まえて、開示規制における公表が準用されるべきものと考えられる。

(注1) 本稿においては、金融商品取引所は取引所、認可金融商品取引業協会を認可協会と略称し、取引所に係る規則は(株)東京証券取引所のものを取り上げ、同取引所の有価証券上場規程は上場規程とする。また、法令の略称は次のとおりである。金融商品取引法：金商法、企業内容等の開示に関する内閣府令：開示府令、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令：特定有価証券開示府令、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令：取引規制府令、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内閣府令：重要情報公表府令、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令：他社株券等公開買付府令、発行者による上場株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令：自社株券等公開買付府令

(注2) 法定開示書類の提出者の本店、主要支店においても、当該法定開示書類の写しが公衆縦覧されるが(金商法25条2項)、本稿の論述の目的を踏まえて、これについては本文においては省略することとする。

(注3) 久保幸年『金融商品取引法の開示規制』、中央経済社、2019年5月、179～182頁

(注4) 久保幸年・前掲(注3)、319～320頁

(注5) ただし、アクセス制御機能(不正アクセス行為の禁止等に関する法律2条3項に規定するアクセス制御機能をいう。)を付加するなど公衆による当該会社情報の開示前の閲覧を制限するための措置を講じる場合は、この限りでない(上場規程413条の2ただし書)。

(くぼ ゆきとし・大原大学院大学 会計研究科教授)