

フェア・ディスクロージャー規制における課題

Problems in Fair Disclosure Rules

久保幸年

はじめに

フェア・ディスクロージャー規制は、重要な内部情報について選択的開示を原則として禁止し、外部に情報伝達した場合には直ちに開示（公表）を求める金融商品取引法における開示規制である。近年、上場会社が証券会社のアナリストに未公表の業績に関する情報を提供し、当該証券会社が当該情報を顧客に提供して株式の売買の勧誘を行っていた事例が複数発覚していることや欧米やアジアの主要国では、フェア・ディスクロージャー規制が既に導入済みとなっていることを背景として、わが国にも同規制が導入されたものである（注1）。

フェア・ディスクロージャー規制は、金融商品取引法における法定開示のように開示対象情報を所定の時期に一律に開示することを義務付けるものでなく、一定の選択的開示が行われた時点にのみ開示（公表）を求めるものである。すなわち、同規制は、金融商品取引法が流通市場における開示規制として定められている継続開示制度のように、開示の対象情報について定期または臨時の開示義務を定めるものではないが、規制対象の情報伝達先に規制対象の重要な内部情報を伝達した場合、当該取引関係者との情報の非対称の解消を果たすことを求めている開示規制である。

しかし、導入された我が国のフェア・ディスクロージャー規制においては、規制対象や規制の適用及び適用の実効性等について課題があると考えられる。そこで、本稿においては、金融商品取引法が目的として定めている「企業内容等の開示の制度の整備」（金商法1条）の観点等を踏まえ、フェア・ディスクロージャー規制における課題を取り上げて論述することとする。

1. 規制対象情報に係る課題

フェア・ディスクロージャー規制において対象とされる情報は、株券、社債券等で取引所に上場されている有価証券もしくは店頭売買有価証券・取扱有価証券の発行者（以下「上場会社等」という。）の運営、業務また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（以下「重要情報」という。）と定められている（金商法27条の36第1項本文）。

(1) 「重要情報」の定めにおける課題

「重要情報」の範囲の定めは包括規定の方式によっており、フェア・ディスクロージャー規制の遵守に対する実務上の対応を踏まえて、その規定の実効性において困難な状況を生ぜしめることとなるものと考えられる。そこで、この包括規定（金商法27条の36第1項本文）についての課題を次に取り上げることとする。

① 個別列挙情報の設定

フェア・ディスクロージャー規制における「重要情報」については個別列挙情報は一切定められていないので、決定または発生した情報が「重要情報」に該当するかどうかを全て個別に判断することとなる。こうした判断は簡単に行えるものではないであろう。そのため、フェア・ディスクロージャー規制を遵守していくための対応における情報管理や公表の対応等に困難をもたらすことが懸念されることとなる。したがって、フェア・ディスクロージャー規制においても規制対象情報たる「重要情報」について個別列挙情報に係る定めが必要であろう。選択的開示の時点における「重要情報」の公表を行わないという法令違反行為の未然防止対応を実際に行っていくためには、現行の「重要情報」の定めにおいて、個別列挙の規定は一切なく、全て抽象的な包括規定としていることには見直すべき課題があると考えられる。

そこで、この個別列挙情報の定めについては、「重要情報」に該当するものと解される情報をもとに検討される必要がある。「重要情報」は、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報と意義づけられており、その範囲については、「インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲をベース」として、「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可能性があるものを含めること」の提言（タスクフォース報告書3.(1)①）は適切なものと考えられるところである。こうしたことを踏まえると、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすべき情報を開示の対象としている適時開示情報（金融商品取引所が上場会社に開示を義務付けている情報をいう。）が「重要情報」の基本となるものと解される。この適時開示情報としては、個別列挙情報すなわち決定事実、発生事実及び業績予想の修正等並びにその他の情報が定められている（上場規程402条・404条・405条）^(注2)。これらの適時開示情報は、次に掲げるとおり、インサイダー情報（インサイダー取引規制の対象となる情報をいう。）を中心としているが、上場会社等に係る業務等に関する重要事実（以下「重要事実」という。）の対象とされていないその他の重要な情報も含めて構成されていることから^(注3)、「重要情報」の基本としているのである。

- ① インサイダー取引規制における「重要事実」（金商法166条2項）に該当する情報
- ② インサイダー取引規制における公開買付け等を行うことへの決定（金商法167条2項）
- ③ 定期（期末及び四半期）の決算内容に関する情報（決算関係情報）
- ④ 臨時開示における臨時報告書の提出事由に該当する情報（株主総会における決議の賛否等の決議事項に関する事項（開示府令19条2項9号の2）などの一部の提出事由に該当する情報を除く。以下同じ。）
- ⑤ その他の重要な企業内容等に関する情報…金融商品取引所が上記の①ないし④に加えて開示を求める情報

こうした適時開示情報の構成を踏まえて、「重要情報」においても個別列挙情報が定められるべきものと考えられる。

② バスケット条項の設定

適時開示情報に係る規定においては、投資判断に重要な影響を及ぼすべき情報は全て個別列挙することはできないことを踏まえて、当該個別列挙情報以外のその他の適時開示情報として定める包括規定すなわちバスケット条項が定められている。重要な投資判断情報は全て個別列挙できないことは明らかであるから、フェア・ディスクロージャー規制における「重要情報」においても個別列挙情報を定めようとして、適時開示情報において設けられているバスケット条項と同様の規定が設けられるべきである。

したがって、フェア・ディスクロージャー規制において「重要情報」を定めている規定については、個別列挙情報の設定の課題に加えて、当該個別列挙情報を除いたその他の情報について定めるバスケット条項の設定も課題として考えられる。

(2) モザイク情報の扱いにおける課題

FDガイドラインにおいて、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言いえない情報（いわゆる「モザイク情報」）については、「重要情報」に該当しないことが示されている（FDガイドライン（問4）の（答）③）^{（注4）}。しかし、他の情報との組み合わせの方法・関連・時期等を踏まえ、モザイク情報は全て「重要情報」に該当しないとは言いえないと考えられる。

したがって、「重要情報」について個別列挙情報の規定及びバスケット条項の設定

を踏まえれば、モザイク情報が一律に「重要情報」に該当しないものではないことが明確になると考えられる。

2. 情報伝達者の制限に係る課題

上場会社等またはその役員等（上場会社等もしくは上場投資法人等の資産運用会社またはこれらの役員（会計参与が法人であるときは、その社員）、代理人若しくは使用人その他の従業者をいう。以下同じ。）が、その業務に関して、規制対象の取引関係者に「重要情報」を伝達する場合に、公表が義務付けられる（金商法27条の36第1項本文）。ここで、「重要情報」の伝達を行う者が上場会社等または上場投資法人等の資産運用会社の代理人または使用人その他の従業者である場合にあっては、当該上場会社等また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に限られている（同条同項）。なお、役員は、この取引関係者への情報伝達の職務担当に制限されていない。

しかし、法が定める特定の者以外の者によって重要な投資判断情報が外部に伝達・開示されても、一般への開示（公表）が求められないということは、重要な投資判断情報に係る不当な情報格差すなわち情報の非対称を生ぜしめるおそれがある。このような選択的開示は、証券市場における公平かつ公正な情報開示に反するものであり、公正な市場取引を阻害するものである。そもそも投資者の間における情報の非対称を解消することを目的とする選択的開示を原則として禁止するフェア・ディスクロージャー規制の意義からしても、こうした特定の情報伝達者に限った選択的開示のみを規制対象とすることには問題があると考えられる。

例えば、経理部員で外部への情報伝達の職務は担当しない者が「重要情報」に該当する決算関係情報を取引関係者に伝達した場合、当該経理部員は規制対象の情報伝達者には該当しないと解されることから、当該決算関係情報の公表は義務付けられないこととなる。規制対象外の情報提供者による選択的開示は、フェア・ディスクロージャー規制の違反とされないものの、不当な情報非対称の下でなされる不公正な市場取引をもたらすおそれがあり、こうしたことは投資者保護に反するものであると考えられる。また、当該選択的開示は公平な情報開示の下での合理的な投資判断の投合による価格発見機能という市場機能を正常に機能させないこととなる。

3. 公表に係る課題

(1) 公表の内容・概念

インサイダー取引規制における公表がされたとは、「重要事実」等のインサイダー情報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ことがそれぞれ定められている（法166条4項・167条4項）。まず、広く用いられている「公衆縦覧」とは、一般の人々が自由・自在に書類等を閲覧できることをいうことから、法定開示書類における記載内容を一般の人々が知ることができる措置がとられたことである。また、「多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」とは、「多数の者」に相当する一般の人々がインサイダー情報を知ることができる措置がとられたことであり、「公衆縦覧」がこの措置に該当するものであることも明らかである。したがって、「公衆縦覧」と「多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」は、同一の一般的な情報開示に該当するものといえよう。

このように、インサイダー取引規制における公表の内容・概念については、一般の人々である公衆への情報の提供すなわち一般的な情報開示であることを法で定めたいうえで、「多数の者の知り得る状態に置く措置」については具体的な対処方法を政令で定めている。しかし、フェア・ディスクロージャー規制において求めている公表については、その内容・概念が規定されておらず、「インターネットの利用その他の方法」としていることにとどまっている（金商法27条36第4項）。

フェア・ディスクロージャー規制においては、特定の外部の者に未公表の情報を伝達するという選択的開示を行った場合に、当該情報について情報の非対称を解消して公平な情報周知を図るという投資者保護に資するため、公正で公平な開示としての公表を求めることが同規制導入の趣旨であると考えられる。そこで、フェア・ディスクロージャー規制における公表の内容・概念について、上記のインサイダー取引規制における公表の定めと同様に、法において定められておくべきである。このフェア・ディスクロージャー規制における公表について、「インターネットの利用その他の方法」によるものとする規定のみにとどめることは、フェア・ディスクロージャー規制における公表がどのようなことを求めることとなるかが不明であり、当該公表が公正で公平な一般的な情報開示を求めることと解することに疑義を生ぜしめるおそれがある。

（2）インサイダー取引規制における公表との相違

インサイダー取引規制における公表（金商法166条4項・167条4項、金商法施行令30条）としての、①法定開示書類による公衆縦覧、②複数報道機関への公開後12時間経過、及び③適時開示による公衆縦覧は、フェア・ディスクロージャー規制においても公表の方法として定められている（重要情報公表府令10条1号から4号）^{（注5）}。しかし、フェア・ディスクロージャー規制においては、上場会社等のウェブサイト利用による掲載の方法も公表とされているが（重要情報公表府令10条5号）、インサイ

ダー取引規制においては当該方法は公表には含まれていない。両規制において、明確に異なる公表の方法である。

そこで、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、重要な投資判断情報の選択的開示を原則として禁止し、「重要情報」の公平かつ公正な情報開示により情報の非対称を解除する意義からすれば、フェア・ディスクロージャー規制における公表の実施がインサイダー取引規制の解除とならない方法が公表とされていることは適切でないと考えられる。なお、ウェブサイトへ掲載が公表の方法とされること自体が適切でないことについては、後記の（４）参照。

（３）報道機関への公開

フェア・ディスクロージャー規制において、上場会社等の代表者等・委任者が所定の２以上の報道機関への公開後、12時間の経過をもって公表としている（重要情報公表府令10条2号）。一方、法定開示及び適時開示においては、公表として位置付けられるのは当該「重要情報」が「公衆縦覧に供された場合に限る」と規定されている。すなわち、実際に「重要情報」が開示済みとなったことを公表としているのである。ここで、その公開した情報について、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。そこで、「重要情報」を報道機関に公開した後12時間経過をもって、当該「重要情報」が報道されて、当該「重要情報」の開示となるかどうかは確定されているわけではない。フェア・ディスクロージャー規制における公表の意義を踏まえれば、実際に「重要情報」の報道が行われたことを同規制における公表と位置付けるべきものである。

したがって、報道機関への公開後に12時間経過という形式的形態だけをもって公表とすることには問題があると考えられる。そこで、上記の法定開示及び適時開示における実効性のある公表の位置付けを踏まえ、報道機関への公開の方法においても、12時間経過ではなく「公開された当該「重要情報」が報道された場合に限る」という規定が設けられるべきものと考えられる。

（４）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おいて、開示主体たる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している（重要情報公表府令10条5号）。このウェブサイトの利用や対処方法は当該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、ウェブサイトでの情報の集約と掲載期間が設定されている

だけで、そこでの情報提供つまり任意開示に係る仕組み等について、規制されてはいない。ここで、わが国におけるフェア・ディスクロージャー規制の導入の際に参考にされたアメリカのレギュレーションFD（Regulation Fair Disclosure）においては、法定開示書類（フォーム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に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（Reg. FD §243.101(e)（1）・（2））。

このように、レギュレーションFDにおいては、法定開示のほかに認める公表の方法については、上記の規定が設けられており、任意開示が一律に公表に該当するものではなく、当該規定に適合するものかどうかにより公表の方法かどうかは判別されることとされている。そこで、ウェブサイトによる情報提供が公表と認められるのは、確立した情報伝達チャンネルとなっている場合である^{（注6）}。こうしたウェブサイトによる適切な開示対応に関する規定は、わが国フェア・ディスクロージャー規制においては設けられておらず、一律に任意開示の方法たるウェブサイトによる情報提供を公表としていることには検討すべき課題があると考えられる。

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（公衆縦覧）する前にTDnet^{（注7）}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（上場規程413条の2）。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。なお、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（平成11年法律第128号）第2条第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、こうした措置を取らなくともウェブサイトでの開示は適時開示の後となる。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定めていることは、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。

4. 「重要情報」の選択的開示に係る課題

フェア・ディスクロージャー規制においては、規制対象の情報受領者となる者に対して、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすべき未公表の情報を伝達した場合のみ公表（開示）を行うことを求めているが、当該伝達が行われるまでは開示を求めるものではない。しかし、投資判断に影響を及ぼすべき重要な情報は、企業価値の分析・判断等について欠くことのできないものであることから、そもそも不公正な取引や未公表の情報伝達の有無とかにかわりなく、適時、適切に「重要情報」は開示され

るべきものである。こうした情報開示こそが、投資者保護に資する重要な対応であることは明らかである。したがって、選択的開示を行わなければ、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報の開示を求めないということは、あるべき開示規制に適合しているか疑問を生ぜしめている。すなわち、こうした限定的な開示規制の設定は適当でないと考えられる。

ここで、フェア・ディスクロージャー規制において規制対象の情報受領者として定められている取引関係者、すなわち金融商品取引業者等及び「重要情報」の伝達を受けて上場有価証券等に係る売買等を行う蓋然性の高い者（金商法27条の36第1項各号）のみが「重要情報」を利用して証券取引や勧誘等を行う者として限定されるとは考えられない。したがって、「重要情報」については、その開示が経営活動等に重大な支障をきたすおそれがある状況にあるのかどうかにより開示の時点を決めて開示すべきものであり、情報受領者の選択により開示するかどうかを決めるものではないと考えられる。つまり、「重要情報」を伝達する相手によって、開示するかどうかを一律に決定することは、適当でないものと考えられる。

重要な投資判断情報が適時、適切に開示されることにより投資者の合理的な投資判断を促し、その投資判断の結果が市場において投合されて公正な市場価格が形成されるものである。つまり、重要な情報の開示は市場機能を確保するために必須のものである。こうした証券市場の機能を確保し、投資者の保護及び健全な国民経済の発展のためには、特定の者に重要な情報を提供した選択的開示の場合にのみ当該重要な情報の開示を求めることにとどめる開示規制は、上述のとおり、適切な法整備としては足りていないところがある。こうした主張は、筆者のみによるものではなく、EUにおいては、選択的開示の有無にかかわらず、発行会社は重要な情報について適時開示を行う義務があることを市場阻害行為規則（Market Abuse Regulation）において定めている（MAR17条1項）。わが国フェア・ディスクロージャー規制の導入の際にも参考とした市場阻害行為規則等を踏まえて再度検討する必要があると考えられる。

5. 規制の実効性の確保に係る課題

(1) 法令違反に係る制裁

金融商品取引法による制裁は、法が定めた制度等についての遵守を確保する役割、すなわち実効性のある法令としての有効性を確保するための手段となるものである。しかし、フェア・ディスクロージャー規制における法令違反の制裁は、他の開示規制たる法定開示制度の違反に係る制裁との大きな相違がある。そこで、フェア・ディスクロージャー規制の主な規制対象となる流通市場における継続開示制度とフェア・ディスクロージャー規制における制裁との主要な相違を掲げれば、次の表のとおりで

ある。

<継続開示制度とフェア・ディスクロージャー規制における法的制裁>

	継続開示制度	フェア・ディスクロージャー規制
行政処分①	法定開示書類の不提出に係る課徴金納付の設定（金商法172条の3）	公表の不実施に係る課徴金納付の設定なし
行政処分②	法定開示書類における重要な虚偽記載・記載欠缺に係る訂正命令（金商法24条の2第1項等）及び課徴金納付の設定（金商法172条の4）	重要な虚偽・欠缺のある公表に係る訂正命令及び課徴金納付の設定なし
刑事責任①	法定開示書類の不提出に係る懲役、罰金の設定（金商法197条の2第5号・207条1項2号等）	公表の不実施に係る刑事責任の設定なし
刑事責任②	重要事項につき虚偽記載のある法定開示書類の提出に係る懲役、罰金の設定（金商法197条1項1号・207条1項1号等）	虚偽の公表に係る刑事責任の設定なし
民事責任	重要事項につき虚偽記載・記載欠缺のある法定開示書類の提出に係る損害賠償責任の設定（金商法21条の2）	重要な虚偽・欠缺のある公表に係る民事責任の設定なし

以上のとおり、フェア・ディスクロージャー規制において義務付けられている「重要情報」の公表義務に違反し、当該「重要情報」が公表されない場合に対する制裁は定められていない。また、情報の開示においては、投資者すなわち開示情報の利用者において有効適切に受け止められるための対応が必要である。そこで、「重要情報」に係る情報が虚偽でないこと並びに必要な情報の網羅性及び当該情報の理解を図るための情報の的確性を適切に行う公表が必要となる。しかし、情報開示であるフェア・ディスクロージャー規制においては、虚偽や欠缺のある公表を行った場合について制裁は設けられていない。継続開示制度においては、法定開示書類における虚偽記載等が行われたことに対する法的制裁が設けられており、フェア・ディスクロージャー規制における対応と大きく異なる状況である。

(2) 制裁に係る課題

フェア・ディスクロージャー規制における「重要情報」の公表は、公平かつ公正な開示でなければならないものである。そもそも「重要情報」の公表は、投資者においては継続開示制度の法定開示書類による開示の場合と異なる性格のものではなく、重要な投資判断情報の開示という同じ位置付けのものとなるであろう。継続開示制度とフェア・ディスクロージャー規制は、いずれも投資判断情報の開示に係る規制である。

そこで、フェア・ディスクロージャー規制の実施について実効性を確保するためには、継続開示制度と同等の制裁が定められるべきである。継続開示制度においては、その実効性を確保するため法令違反に対しては所定の制裁が設けられているが、フェア・ディスクロージャー規制においては、行政措置違反を除き、制裁が設けられていない。フェア・ディスクロージャー規制における公表対象の「重要情報」のほとんどが継続開示制度の開示対象情報に該当しないことから、「重要情報」の公表の実効性を図るためには、フェア・ディスクロージャー規制における適切な制裁の設定が必要であることは明らかである。

したがって、継続開示制度とフェア・ディスクロージャー規制の両開示規制において、その実効性を確保していくための制裁において大きな相違があることには正当な理由はないものと考えられる。そこで、フェア・ディスクロージャー規制における制裁に係る課題としては、次のことが考えられる。

① 虚偽等の公表に係る制裁

「重要情報」の公表において、重要な事項について虚偽の開示があり、または開示すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の開示が欠けているときは、フェア・ディスクロージャー規制の制定趣旨たる投資判断情報の公平かつ公正な開示に著しく反するものである。そのため、こうした虚偽等に該当する「重要情報」の公表を行った者及びその者が属する法人に対する法的制裁が設けられていないことは適切でないと考えられる。

したがって、継続開示制度に係る刑事責任及び民事責任（損害賠償責任）を踏まえ、「重要情報」の公表においても虚偽等が行われた場合には、継続開示制度に準じて行政処分並びに刑事責任及び民事責任が相応に定められるべきである。ここで、刑事責任の訴追は、その難易度から、刑事罰を科すことは限定的となっているのが現状である。こうした状況を踏まえて、一定の法令違反に対して行政処分による金銭負担を課す課徴金制度が適用されている場合が多いのが制裁の実情である。そこで、継続開示制度における制裁と同様に、フェア・ディスクロージャー規制違反の「重要情報」の虚偽等の公表に対しても課徴金制度が設けられるべきであると考えられる。

② 公表の不実施に係る制裁

フェア・ディスクロージャー規制の導入においては、公表の不実施すなわち公表されるべき「重要情報」が公表されていないと認めるときは、当該「重要情報」を公表すべきであると認められる者に対し、「重要情報」の公表その他の適切な措置をとるべき旨の指示をすることができることとされている（金商法27条の38第1項）。この点につき、まず「公表されるべき「重要情報」が公表されていない」ことの発見が常にされるかは、実務上、困難であると推定される。当該発見が行政当局により検出されない場合は、「重要情報」の未公表は、法令上、放置される結果となる。こうしたことを避けるため、「重要情報」の公表を実効性のある制度たる開示規制とすることが必要である。そこで、継続開示制度に係る制裁の設定を踏まえ、「重要情報」の公表義務を果たさないことについての法的制裁が設けられるべきであると考えられる。

おわりに

投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすべき情報の開示は重要な役割を果たしていることの意義を踏まえ、公正・公平な情報提供は、証券市場の価格発見機能を活かした公正円滑な市場取引に必要不可欠なものである。そこで、公正・公平な情報提供に反する歪んだ情報提供は厳重に排除され、証券市場における情報提供において選択的開示を禁止することがフェア・ディスクロージャー規制の意義である。すなわち、フェア・ディスクロージャー規制は、法令による開示規制の一環として位置付けられるものであり、金融商品取引法において開示に関する規定の中で定められているものである（金商法第2章の6「重要情報の公表」）。

こうしたフェア・ディスクロージャー規制の意義を踏まえ、規制対象の情報となる「重要情報」の把握と対処等を図る対応が定められるべきであること、そして「重要情報」の公正かつ公平な開示を確保することが必要であることから、当該「重要情報」の情報伝達者や公表についても有効かつ適切であることが重要なものであることなどを踏まえ、本稿において、これらについての課題を取り上げて論述した。

また、通常、開示規制を含め、法が定めた規制・制度が実質的、かつ、有効に機能することを確保するため、法的制裁が設けられることとなるが、フェア・ディスクロージャー規制の違反に係る法の制裁は、法定開示制度における制裁と大きく異なる緩和的なものとなっており、その制裁の十分な効果があるかについて疑義を生ぜしめる内容であることを本稿において明らかにした。「重要情報」の公表を行う義務が課された時点で当該公表を行わないこと（不公表）や虚偽等の公表という法令違反は、まさに法定開示制度における開示違反と実質的に相違はないものと考えられるもので

ある。こうした法令違反に対してフェア・ディスクロージャー規制においては行政措置、刑事責任や民事責任の制裁が設けられていないことは、同規制の実効性の確保について課題があることを本稿において論述したものである。

(注1) フェア・ディスクロージャー規制の導入を提言した次の報告書(本文において「タスクフォース報告書」という。)において指摘されている。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」の「1. 発行者による公平な情報開示を巡る状況」、平成28年12月

(注2) 上場規程とは、(株)東京証券取引所の有価証券上場規程をいう。

(注3) 久保幸年『適時開示の理論・実務』、中央経済社、2018年5月、33～36頁

(注4) FDガイドラインとは、金融商品取引法第27条の36の規定に関する留意事項(フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン)をいう。

(注5) 重要情報公表府令とは、重要情報の公表に関する内閣府令をいう。

(注6) SEC “COMMISSION GUIDANCE ON THE USE OF COMPANY WEB SITES”、Release Nos. 34-58288、IC-28351; File No. S7-23-08、2008年8月

(注7) TDnetとは、Timely Disclosure Network(適時開示情報伝達システム)をいう。

(参考文献)

1. 飯田秀総「フェア・ディスクロージャー・ルールの法的検討〔上〕」、『旬刊商事法務』、No. 2179、2018年10月、6～18頁
2. 飯田秀総「フェア・ディスクロージャー・ルールの法的検討〔下〕」、『旬刊商事法務』、No. 2180、2018年10月、4～15頁
3. 大谷潤・渡部孝彦・小中諒・木崎真人「フェア・ディスクロージャー・ルールに係る政府令・ガイドライン等」、『旬刊商事法務』、No. 2018、2018年3月、4～9頁
4. 久保幸年『適時開示の理論・実務』、中央経済社、2018年5月

(くぼ ゆきとし・大原大学院大学 会計研究科教授)