

不適切な適時開示に係る制裁

Sanctions of Improper Timely Disclosure

久保幸年

はじめに

適時開示は、現状、金融商品取引所（以下「取引所」という。）の規則に基づく自主規制開示であり、金融商品取引法による公的規制たる法定開示ではない。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、当該情報を公衆縦覧に供することをいう。この適時開示による重要な投資判断情報の適切な開示は、投資者・証券市場において極めて重要な役割を果たしているが、適切でない開示事例の発生が少なくない状況である。そのため、適時開示が適切に行われる実効性を確保していくためには、不適切な適時開示に対して自主規制による制裁だけでは必ずしも十分でないと考えられる。すなわち、適時開示に係る取引所規則等に対する抵触や違反が持続的に生じている現況に対して、実効性のある開示規制の導入及び適時開示について法による制裁の適用を取り入れることが相当と考えられる。

そこで、本稿において、金融商品取引法における情報の公表と適時開示との関係などを踏まえて、不適切な適時開示に対する法による制裁の適用について論述することとする。なお、法による制裁としては、適時開示の対応を踏まえて、流通市場における制裁を取り上げることとする。

1. インサイダー取引規制の公表と適時開示との関係

(1) 公表としての定め

インサイダー取引規制における規制解除要件となる公表とは、同規制の対象事項であるインサイダー情報すなわち業務等に関する重要事実（以下「重要事実」という。）・公開買付け等について、次のそれぞれの①または②がなされたことをいうと定められている。

<「重要事実」の公表（金商法166条4項）>

- ① 上場会社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 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

<公開買付け等の公表（金商法167条4項）>

- ① 公開買付け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 公開買付け等の届出書・撤回届出書の公衆縦覧またはその公告等がなされたこと

上記のそれぞれにおける①の「多数の者の知り得る状態に置く措置」とは、投資者一般に広く情報提供がなされ、当該情報の非対称が解消された公正な取引状態とするための措置をいうものと解される。そして、次の②は、それぞれの法定開示書類による情報提供すなわち法定開示がなされたことをいう。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の効果をもたらすものとして政令で別途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及び②は、「重要事実」または公開買付け等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ものと解される。

（2）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、上記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、法定開示書類の公衆縦覧により当該「重要事実」を知ることは限定的である。ここで、上記（1）①にいう「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（公開買付け等の場合は公開買付け等）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、「重要事実」または公開買付け等の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、かつ、当該公開された「重要事実」または公開買付け等の事実の周知のために必要な期間（12時間）が経過したことをいう（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：登録先の認可金融商品取引業協会等）の規則で定めるところにより、「重要事実」または公開買付け等の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の事実が、所定の電磁的方法（TDnet）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をいう（金商法施行令30条1項2号）。すなわち、適時開示による開示が公表となるということが定められている。なお、ここでは特定投資家（適格機関投資家（証券会社、投資法人、銀行、保険会社等）、国、日本銀行等のプロ投資家をいう（金商法2条31項。）向け等の適時開示は省略する（次の2.のフェア・ディスクロージャ規制においても同じ）。

（3）適時開示との関係

① 公表の改正と適時開示

インサイダー取引規制における現行の公表の定めは、適時開示（上記（2）②）を公表として定めていなかった同規制の導入当時の定めから改正されている。当該改正は、金融庁・「証券市場の改革促進プログラム（証券市場の構造改革 第2弾）」報告書（平成14年8月）において、「インターネットの普及を踏まえ、企業のタイムリーなディスクロージャーが円滑に行われるよう、インサイダー取引規制に係る関連規定を見直す。」^{（注1）}と提言されたことを踏まえて、制定当時の公表の定めにも適時開示を追加規定している現行の公表としての定めにも改正するように対応したことを金融庁が掲げている^{（注2）}。そして、同報告書においては、「企業のタイムリーなディスクロージャー」として、取引所の求めに基づく適時開示が中心となることを踏まえ、「投資情報のタイムリーディスクロージャーを促進する観点から、適時開示の適正性を確保するための実効性のある方策を検討するよう、取引所等に対し要請する」ことも提言されている^{（注3）}。これは、同提言の中の「ディスクロージャーの充実・合理化」を求める提言の中の一つであった。

このように、インサイダー取引規制が導入された時点での公表の定めが改正され、適時開示による開示も公表に含まれることとなった理由は、開示主体たる上場会社が適時、適切な開示を遵守することを義務付ける取引所規則に従って作成した開示資料がすべて開示され、広く投資者に利用されていることから、「多数

の者が知り得る状態に置く措置」として認められたことであると考えられる。まさに、インサイダー取引規制の解除要件たる公表として実効性のある措置が求められるからであり、投資判断情報の開示において果たしている適時開示の位置付けが明確とされたものと考えられる。この改正により、実際に情報の非対称の下での売買等を未然防止している役割を果たしているのが、適時開示である。適時開示は、「重要事実」を開示対象としているからである^(注4)。インサイダー取引規制の解除となることが実効性のある観点からして、適時開示は重視されるべきである。

また、上記の公表の改正の際に、適時開示を制定・管理する取引所について、金融商品取引法所管の当局（金融庁）が「上場会社等に対するタイムリー・ディスクロージャーを求めるなどの自主規制を行う、いわば公的な機能を果たしている機関であることから、財務局で行う公衆縦覧と同様に、インサイダー取引規制の解除要件である公表措置としての公衆縦覧を行う主体として適当であると判断」^(注5)したことも重要なことである。取引所が自主規制業務を適切に行うことを求める法的位置付け（金商法84条1項）及びそれまでの適時開示に係る対応措置等からすれば、適時開示を管理する取引所が「公的な機能を果たしている機関」として認められることは、適切かつ当然であると考えられる。

② 適時開示における遵守条項

上記①において述べたように、適時開示が公表として定められることは、適時開示における遵守条項による適切な開示を行うことを上場会社に求めていることが根拠となるものと考えられる。この遵守条項等とは、次のとおりである^(注6)。

イ) 開示の基本的スタンス（上場規程401条）

適時開示においては、常に投資者の視点に立った迅速、正確かつ公平な情報開示を求めている。

ロ) 遵守条項（上場規程412条1項各号）

適時開示を行う場合の開示内容について、虚偽でないこと（上場規程412条1項1号）、重要と認められる情報が欠けていないこと（上場規程412条1項2号）、開示内容について誤解を生ぜしめるものでないこと（上場規程412条1項3号）、その他開示の適正性に欠けていないこと（上場規程412条1項4号）を義務付けている。なお、詳細は後述の4.で取り上げる。

ハ) 規定外の適時適切な適時開示の実践遵守（上場規程412条の2）

上場規程等における適時開示に係る規定を理由としてより適時、適切な会社情報の開示を怠ってはならないことが求められている。適時開示の基本的スタンスを踏まえて、全て当該規定に限定・制限されることなく、規定

対象外の場合についても適時、適切な開示対応が求められている。

2. フェア・ディスクロージャー規制の公表と適時開示との関係

上場会社等の運営、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。）を、守秘義務等を負っていない取引関係者に伝達したとき、当該上場会社等は当該「重要情報」を公表しなければならない（金商法27条の36第1項）。これをフェア・ディスクロージャー規制（平成30年4月から施行）という。この「重要情報」は、「重要事実」等のインサイダー情報を基本とし、その他の有価証券の価額に重要な影響を与える情報と解されている^{（注7）}。このフェア・ディスクロージャー規制の公表と適時開示との関係について取り上げることとする。

（1）公表の方法

フェア・ディスクロージャー規制における公表は、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、次のいずれかによる方法により行わなければならないことが規定されている（重要情報公表府令10条各号）。

- ① 法定開示…上場会社等が「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。（重要情報公表府令10条1号）
- ② 報道機関への公開…上場会社等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以上の新聞社等の報道機関（前1.（2）①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。（重要情報公表府令10条2号）
- ③ 適時開示…上場取引所（上場でない場合：登録先の認可金融商品取引業協会等）の規則に従い、上場会社等が当該上場取引所に「重要情報」を通知する方法。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。（重要情報公表府令10条3号）
- ④ ウェブサイトへの掲載…上場会社等のウェブサイト「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年以上以上投資者が無償でかつ容易に閲覧することができるようにされているときに限る。（重要情報公表府令10条5号）

(2) 適時開示との関係

上記のとおり、適時開示は、フェア・ディスクロージャー規制における公表にも該当することが内閣府令で定められている（重要情報公表府令10条3号）。適時開示は、取引所が管理・運営する適時開示情報伝達システムであるTDnetによる開示が定められている（上場規程414条1項）。ここで、選択的開示を原則的に禁止するフェア・ディスクロージャー規制の趣旨を踏まえ、同規制における「重要情報」は適時開示の対象情報に該当するものと解されるが、法定開示においては当該「重要情報」のほとんどが開示対象とされていない（開示府令19条2項）。こうした法定開示の状況を踏まえて、開示が義務化されていない「重要情報」の選択的開示を原則的に禁止するフェア・ディスクロージャー規制が導入されたものである。したがって、適時開示の対象情報と「重要情報」との関係も踏まえると、フェア・ディスクロージャー規制による公表は、開示における前記1.(3)②に掲げた遵守条項等を定めている適時開示により行われることが適切な対応であると考えられる。

また、適時開示においては、上場会社等のウェブサイトでの掲載と適時開示のTDnetでの開示を並列に位置付けているものではなく、適時開示を先行して行わ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）。こうしたことから、法が定めるインターネットの利用としては、適時開示が公表の方法としての役割を果たすべきものと考えられる。

3. 法定開示と適時開示の関係

(1) 法定開示と適時開示の同義性

前記1.において取り上げたように、インサイダー取引規制における公表について、法定開示書類の公衆縦覧（金商法166条4項・167条4項）とともに、「多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」として適時開示による公衆縦覧も定められている（金商法施行令30条1項2号）。また、同じく公表として定められている法定開示すなわち法定開示書類の公衆縦覧は、投資者の投資判断に資する情報を広く一般に知ってもらうことを目的としてなされるものである。そもそも投資者への情報開示とは、公衆への情報提供を意味するものであり、これを換言すれば「多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」に相当するものといえよう。

そこで、インサイダー取引規制において、法定開示書類の公衆縦覧たる法定開示と「多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」たる公表として認められている適時開示とは、実質的に同一の情報開示の意義を果たすものとして位置付けられると考えられる。

また、フェア・ディスクロージャー規制により求められる公表の方法として、イン

サイダー取引規制による公表と同様に、法定開示とともに適時開示による開示が内閣府令で定められている（重要情報公表府令10条1号・3号）。外部者（規制対象者）に対して選択的開示を原則として禁じて、公正・公平な投資判断情報の開示（公表）を求めるフェア・ディスクロージャー規制の目的からすれば、法定開示と適時開示の双方とも、「多数の者の知り得る状態に置く措置」として意義付けているものと解される。したがって、適時開示がフェア・ディスクロージャー規制による公表として認められていることは、インサイダー取引規制における公表として認められていることと差はないものと考えられる。

以上のとおり、適時開示は、適切に行わなければならない自主規制業務の一つとして位置付けられるものであることを踏まえて開示の基本的スタンス及び遵守条項等を定め、適切な開示の実施を上場会社に求めているため、法定開示と実質的に同等の意義及び役割を有しているものと考えられる。

（2）適時開示の法制上の位置付け

上記の（1）で取り上げた取引規制たるインサイダー取引規制の解除及び選択的開示の原則禁止たる開示規制であるフェア・ディスクロージャー規制における公正・公平な投資判断情報の開示という観点からすれば、法定開示と適時開示はともに「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、実質的に同一の役割を果たすものとして位置付けられるものと考えられる。こうした位置付けは、インサイダー取引規制（取引規制）やフェア・ディスクロージャー規制（開示規制）における規制対象情報のほとんどを開示対象としていない法定開示（臨時報告書提出事由）に対して、逆に当該規制対象情報を開示対象としている適時開示が法定開示を補完していることからしても、法制上求められる開示のレベルに適時開示が位置していることは当然に認められるべきものである。

4. 不適切な開示の事実の公表と適時開示

公衆縦覧という開示を行うことが義務付けられている法定開示書類（金商法25条1項各号（5号及び9号を除く。））において、重要な事項について虚偽記載または記載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記載が欠けている開示（以下「不適切な開示」という。）があるときは、刑事責任、課徴金及び民事責任が設けられている。こうした法的制裁を設けることにより、不適切な開示を抑制する効果が期されている。ここで、適時開示は取引所の自主規制業務として上場会社に義務付けているものであり、法により義務付けられていないことを踏まえ、不適切な適時開示については民事責任すなわち損害賠償責任を対象とすべきものと考え

られる。そこで、不適切な法定開示に対する制裁のうち、民事責任を法による制裁として取り上げることとする。

不適切な開示があるときは、当該法定開示書類の提出者は損害賠償責任が課される（金商法21条の2第1項）。このように、法定開示においては公衆縦覧という情報提供を開示の履行として定めるとともに、その適切な実施に係る責任を課している。この賠償責任の追及に関して、虚偽記載等による法定開示に対する損害賠償の推定額が法定されており、民事責任の追及を一般法（民法709条）によるよりも追及し易くする定めが設けられている。すなわち、損害賠償の額の算定においては、当該法定開示書類の虚偽記載等の事実の公表がされた日前1ヶ月間の当該有価証券の市場価額（市場価額がないときは、処分推定価額。）の平均額から当該公表日後1ヶ月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額を、当該法定開示書類の虚偽記載等により生じた損害の額とすることができる（金商法21条の2第3項）。

ここで、上記の公表とは、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と定められている（金商法21条の2第4項、下線は筆者による。）。すなわち、下線の規定を踏まえ、「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」であると定められている。この公表における包括概念である「多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」について、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と異なって政令や内閣府令で定められてはいない。そこで、この公表に関して、適時開示がどのように位置付けられるかについて、以下において取り上げることとする。

適時開示は、その基本的スタンスとして規定されているとおり（上場規程401条）、正確（財務諸表等については適正と解される。）な開示がなされることが大前提とされているものである。この適時開示においては、開示主体としての上場会社は次の適時開示の事項の遵守が義務付けられている。

- ① 開示する情報の内容が虚偽でないこと（上場規程412条1項1号）
- ② 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（上場規程412条1項2号）
- ③ 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（上場規程412条1項3号）

- ④ 前3号に掲げる事項のほか、開示の適正性に欠けていないこと（上場規程412条1項4号）

ここで、虚偽記載等による不適切な開示に係る制裁における賠償責任の認定に関して、当該不適切な開示の事実の公表に係る次の要件が規定されている（金商法21条の2第4項）。

- ① 公表を行う者（開示主体）は、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であること。
 ② 公表の対象は、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である。

これらの公表に係る要件について、上記の適時開示の基本的スタンスを踏まえた遵守条項が対応していることが明らかであることを示せば、次のとおりである。

イ) 適時開示において開示を行う上場会社（開示主体）が法定開示書類の提出者であることから、上記公表に係る要件①に該当している。

ロ) 適時開示の基本的スタンス（上場規程401条）を踏まえて、適時開示においては投資判断上重要と認められる情報が欠けていないこと（開示情報の網羅性）及び投資判断上誤解を生ぜしめるものでないこと（開示情報の的確性）が規定されている（上場規程412条1項2号・3号）。したがって、虚偽記載等による不適切な記載の事実について、適時開示においては適切に開示されるものと考えられることから、適時開示による開示は上記公表に係る要件②に該当している。

上記イ) 及びロ) 並びにインサイダー取引規制及びフェア・ディスクロージャー規制における公表として適時開示も定められていることを踏まえ、不適切な開示の事実についての公表としての「多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」（金商法21条の2第4項）に適時開示は該当するものと解される。なお、他にも適時開示は、「多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」に含まれると解すべきであるとの見解が示されている^(注8)。

以上のとおり、適時開示の基本的スタンスを規定する総則規定と遵守規定を踏まえ、適時開示は、その実効性を踏まえて法定開示による公衆縦覧と同じ開示機能を果たすものと考えられる。そもそも適時開示の意義や対応を踏まえれば、当然、「多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」としての機能を適時開示は有しなければならないものであるからである。

ここで、証券市場における公表とは、投資者保護を踏まえて広く一般（公衆）に情報提供されることをいうものと概念付けられるものであろう。しかし、市場規制法た

る金融商品取引法において、上記に掲げた法定開示書類における不適切な開示による賠償責任に係る公表、フェア・ディスクロージャー規制における公表、そしてインサイダー取引規制における公表について、それぞれの定め方及び内容は一律でないものとなっている。このように、公表についてそれぞれ異なるものとされており、それぞれ当該公表が果たす役割及び上記に掲げた一般的な公表の概念からして十分に注意しなければならない。

5. 不適切な適時開示に対する法的制裁

「重要事実」を含めて、適時開示は投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすべき重要な情報を開示すべきものとしていることから、その実効性の確保が法定開示と同様に求められるべきものである。そこで、不適切な適時開示に対して、取引所は、特設注意市場銘柄の指定、改善報告書・改善状況報告書の提出・公衆縦覧のペナルティ的措置を設けている。しかし、上場会社による不適切な開示は少なからず継続しており、投資者からの不信を招くおそれも出ているところである。つまり、こうした自主規制による措置は、不適切な開示の改善・解消を果たすための実効性が問われている状況であると考えられる。また、上記のペナルティ的措置に加えて、「不適正な開示に対する注意件数」は、毎月20件から30件程度まで生じている状況である^(注9)。したがって、適時開示が果たす重要性を踏まえ、適時、適切な適時開示の実効性を確保する方策が強く求められるところである。

そこで、適時開示が虚偽記載等の事実についての法令上の公表(金商法21条の2第4項)に該当すると解する意義を踏まえ、法定開示と同様に適切な適時開示の実効性を確保する観点から、不適切な適時開示に対して法的制裁を課すことについて取り上げることにする。

(1) 不適切な法定開示に対する制裁

① 不適切な法定開示書類の提出者の民事責任

金融商品取引法により提出が義務付けられている法定開示書類(金商法25条1項各号(5号及び9号を除く。))において、不適切な開示があるときは、募集または売出しによらないで有価証券を取得または処分した者に対して、損害賠償責任が課される(金商法21条の2第1項)。この場合、損害賠償を求める原告側に当該損害に係る因果関係の立証責任はなく、民法における一般的な損害賠償責任を求める場合(民法709条)と大きく異なって、原告(投資者サイド)の負担を大いに軽減している。ただし、賠償の責めに任ずべき者は、当該書類の虚偽記載等について故意または過失がなかつたことを証明したときは、同項に規定する賠

償の責めに任じない（金商法21条の2第2項）。なお、有価証券を取得した者または処分した者がその取得または処分の際に、当該不適切な開示を知っていたときは、賠償の対象とはならない（金商法21条の2第1項ただし書）。

② 不適切な法定開示書類に関する役員等の民事責任

不適切な開示が行われていた有価証券届出書が公衆縦覧されている期間において、募集または売出しによらないで、当該不適切な開示を知らない有価証券の取得者・処分者に対して、法定開示書類の提出時における取締役・監査役等の役員や財務諸表等の監査証明をした公認会計士・監査法人に対しても、それぞれ免責事由を証明したときを除いて、損害賠償責任が課されている（金商法22条）。この責任を定める規定（金商法22条）は、有価証券報告書・内部統制報告書・四半期報告書・臨時報告書等の流通市場における法定開示書類において虚偽記載等による不適切な記載があった場合に準用される（金商法24条の4・24条の4の6・24条の4の7・24条の5第5項等）。

③ 損害賠償額の算定

虚偽記載等による不適切な記載がなされていた法定開示書類の提出者に係る損害賠償額の算定について、当該損害発生の原因との関係を立証せずとも所定の額（上記4.参照）とすることができることを法が定めている（金商法21条の2第3項）。一般的に、法令違反による損害の原因と賠償金額との関係を立証することには、相当困難なところがある。こうしたことを踏まえ、不適切な記載による公衆縦覧（開示）により不測の損害を受けた投資者からの賠償追及の負担が大きく軽減されていることが明らかである。こうした法の定めは、一般法ではなく、証券市場の規律として投資者保護を目的としている金融商品取引法としての役割を反映しているものと考えられる。

一方、法定開示書類の提出時における取締役・監査役等の役員や財務諸表等の監査証明をした公認会計士・監査法人の賠償責任の額については、上記のような法による損害額に係る定めが設けられていない。そこで、賠償責任を求める者が損害賠償額の立証を行う者と解されるので、注意が必要である。

（2）適時開示と法定開示との位置付け

取引所は適切な自主規制業務の実施を義務付けられており、適時開示は自主規制業務の一つであることから、適時開示を上場会社に義務付ける取引所規則である上場規程の内容は内閣総理大臣（当局）の認可を必要とするものであり、適時開示に係る業務も監督対象となるものである。したがって、適時開示の枠組みは適切に実施されなければならないものであり、開示の枠組みに対する信頼性は法定開示と同水準のもの

でなければならないものと考えられる。これを受けて、インサイダー取引規制及びフェア・ディスクロージャー規制における公表の定めにおいて適時開示と法定開示がともに含まれており、両者が情報開示としての機能・役割において実質的に同一のものとして位置付けられているということであろう。

このように、インサイダー取引規制及びフェア・ディスクロージャー規制においては、公表の定め・方法が法及び政令（金商法施行令）または内閣府令（重要情報公表府令）により具体的に定められている。しかし、同一の法である金融商品取引法の下において、不適切な開示と認められる虚偽記載等の事実の公表とは、法定開示書類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とする規定にとどめている（金商法21条の2第4項）。このように、不適切な開示と認められる虚偽記載等の事実の公表の内容については、法定開示のほかは政令等により規定されていないことは、他の公表に係る定めと比しても適当な対応とはいえないと考えられる。

法定開示と適時開示における開示は実質的に同一の意義と効果を有すべきものと考えられることから、不適切な法定開示書類に係る制裁における公表の定めとして、前述（前記4.）のとおり、法定開示とともに適時開示が該当するものと解される。すなわち、法定開示と適時開示は、投資者保護と開示制度の意義を踏まえた開示の役割を同様に果たさなければならないものである。

（3）不適切な適時開示に対する法的制裁の準用

適時開示は、その重要性を踏まえて、不適切な開示が行われた場合には、所定の自主規制による制裁措置ができることが定められている。しかし、こうした取引所による措置のみでは適切な開示を確保するための実効性が十分でなく、必ずしも適切で相当な制裁とは考えられないところである。適時開示は、法定開示書類における不適切な開示に係る公表に該当すると解されることを踏まえ、法定開示と適時開示における重要な不適切な開示に対する制裁を比較した場合、不適切な適時開示に対する制裁については十分な対応がとられていないと考えられる。

不適切な開示に対する制裁を課すことは、適切な開示の実効性を確保する手段としての機能を有しているものである。そこで、適時開示における不適切な開示に対する法的制裁の準用について、以下において取り上げることとする。なお、適時開示の不履行または遅延についても、その重要性に応じて次に取り上げる不適切な開示に対する法的制裁に準じて制裁が課されるべきものと考えられる。

① 法的制裁の必要性

投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすべき情報として定められている「重要

事実」のほとんどが開示対象とされていない法定開示に対して、適時開示はそれを開示対象としている。この「重要事実」も含めた重要な投資判断情報たる適時開示情報について、虚偽記載等による不適切な適時開示が行われた場合、投資者の投資判断に重大な影響を与えることとなり、また証券市場に対する不信感を招くおそれもあるであろう。フェア・ディスクロージャー規制における「重要情報」の公表についても、公表として行われた適時開示が不適切である場合にも同様である。こうした重要な問題について、適時開示は法定開示でないことを理由に法的制裁を課さないとするのは、投資者サイドからすれば大きな不公平な扱いであると考えられる。また、適時開示を担当する取引所が「公的な機能を果たしている機関」として位置付けられていることから^(注10)、取引所は法定開示を所管する財務局と開示に関して同等の機能を果たすべきことが求められているものである。したがって、法による制裁の対象とされる不適切な開示は法定開示だけでなく、適時開示も対象とされるようにする必要があると考えられる。

不適切な適時開示に対する損害賠償責任について、不適切な法定開示に係る法的制裁に準ずる定めが設けられることとなれば、適時開示を適切に行わなければならないことの実効性をより高める効果が想定される。そこで、まず法定開示書類の提出者に相当する適時開示を行った者すなわち開示主体たる上場会社について、所定の法的制裁が課されるべきである。また、当該上場会社の役員等についても、別途定められている法的制裁が課されるべきである。したがって、不適切な適時開示が行われた場合の制裁として、金融商品取引法による法的制裁が準用されるように見直しが必要であると考えられる。

② 法的制裁の対象情報

投資者にとって投資判断に重要な影響を及ぼすべき重要な情報として、インサイダー取引規制における「重要事実」・公開買付け等のインサイダー情報が該当することは、インサイダー取引規制の趣旨からしても明らかである。すなわち、法が重要な投資判断情報としてインサイダー情報を規定しているということである。フェア・ディスクロージャー規制における「重要情報」としても、「重要事実」は該当すると解されている。ここで、インサイダー情報のうち、公開買付けについては開示規制が設けられているが（金商法第2章の2）、「重要事実」については設けられていない。一方、「重要事実」は適時開示の対象情報として主要部分を占めている。こうしたことを踏まえ、ここでは「重要事実」をインサイダー取引規制におけるインサイダー情報として取り上げて論述することとする。

この「重要事実」は、適時開示の対象情報として規定されている（上場規程402条、403条、405条）。しかし、上述のとおり、現行法においては「重要事実」

の適時開示が虚偽記載等による不適切な開示である場合、当該適時開示書類は法定開示書類ではないため、金融商品取引法における賠償責任の対象とされない。投資判断に重要な影響を及ぼすべき「重要事実」に係る適時開示が、こうした不適切な開示であった場合、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすこととなることにもかわらず、当該開示が適時開示であることをもって法定の制裁から除外されることは問題である。

「重要事実」の適時開示（公表）によって、インサイダー取引規制やフェア・ディスクロージャ規制が解除されるにもかかわらず、不適切な適時開示について法的制裁の対象外とすることは適切な法の定めとはいえないであろう。また、上場会社に対して「重要事実」を適時開示の対象として開示することを義務付け、投資者から重視されている当該適時開示の位置付けを踏まえれば、投資者にとって開示ルートが法定開示か適時開示によって「重要事実」の開示への投資判断の対応が異なるものとは考えられないところである。

不適切な開示に対する法的制裁が市場規制の役割を果たすべき金融商品取引法において定められたのは、投資者保護の観点から、実効性のある適切な開示を確保するためのものであることは明らかである。これを踏まえれば、投資判断に重要な影響を及ぼすものとして規定されている「重要事実」について不適切な開示を行うことは明らかに投資者保護を阻害するものである。こうした観点からしても、「重要事実」に係る不適切な適時開示について、法定開示に係る制裁に準じて金融商品取引法による法的制裁を課すための規定が設けられるべきである。投資判断情報の開示に対する重要性について、規制開示たる法定開示と適時開示において整合性がとられるべきということである。すなわち、投資判断に重要な影響を及ぼすべき情報として金融商品取引法が認めている「重要事実」について、不適切な開示がなされた場合、その開示手段が法定開示か適時開示を問わずに法的制裁が課されるべきである。なお、「重要事実」以外の適時開示の対象情報は法規制に係る情報ではないことから、法的制裁の対象情報とすることは困難であると考えられる。

③ 不適切な開示の事実の公表日

虚偽記載等による不適切な記載（開示）がなされた法定開示書類の提出者に係る損害賠償額の算定は、当該不適切な開示の事実の公表の日が起点とされている（金商法21条の2第3項）。適時開示に対する法的制裁の対象情報を「重要事実」とした場合、この公表日をどのように取り扱うかについても検討課題となる。そこで、不適切な開示の事実の公表としての「多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」（金商法21条の2第4項）に適時開示は該当するものと解する

ことを踏まえて、公表日については次のように考えられる。

イ) 決算内容（財務諸表等）の虚偽記載等の事実の公表日

まず、不適切な開示として、最近の事例も踏まえ、決算内容を表示する財務諸表等に係る不正会計等の重要な虚偽表示いわゆる粉飾決算の事実が公表された場合を取り上げる。決算短信の開示（決算内容の適時開示）において粉飾決算がなされた財務諸表等が開示され、その後当該財務諸表等が有価証券報告書においても記載（開示）されているのが一般的な開示の時系列である。その後、当該粉飾決算が判明し、当該上場会社の業績等に対する重大な影響や株価の下落等を及ぼした場合、当該財務諸表等を提出（開示）した上場会社に対して当該粉飾決算という虚偽記載に係る損害賠償責任の発生は明らかである。

こうした粉飾決算は、適時開示のバスケット条項の適用による開示対象に該当（「重要事実」にも該当）することから、実際に開示対応がなされている。そこで、当該粉飾決算の判明やそれに対応するための第三者委員会の設置等について適時開示が行われるが、その時点で投資者の投資判断に重大な影響・反応を及ぼすこととなり、株価の変動（当該粉飾決算による株価下落）をもたらしているのが一般的である。最近の東芝事件等の対応によっても明らかである。その後、当該粉飾決算をもたらした不適切な会計の全体の内容が確認されたこと並びにその内容及び当該不適切な会計の修正のための対応等についても引き続き追加開示されることとなる。こうした適時開示プロセスにおいて、通常、虚偽記載の財務諸表等を修正した訂正有価証券報告書等の法定開示書類の提出の時期などについても開示されている。なお、粉飾決算の判明等は法定開示の対象とはされていない。

このような開示の状況を踏まえると、訂正有価証券報告書等すなわち法定開示書類の公衆縦覧による虚偽記載等の事実の公表による投資者の投資判断に及ぼす影響は、当該粉飾決算に関する上記の適時開示に比して著しく小さなものとなっている。投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす粉飾決算に関する情報が既に適時開示によって開示されているからである。したがって、粉飾決算による損害賠償額の算定に係る公表日としては、法定開示書類の訂正有価証券報告書等の公衆縦覧がなされた日ではなく、当該粉飾決算の事実に関する適時開示が行われた日とすべきである。こうした対応が、判決においても取り入れられていることが支持されている^{（注11）}。適時開示における不適切な開示に対して法的制裁としての民事責任を課すことが制定されているれば、こうした賠償額算定の起点となる公表の日（金商法21条の2第3項）

の確定にも適切に対応できることとなる。

ロ) その他の虚偽記載等の事実の公表日

不適切な開示の典型的な事例としての上記イ)の粉飾決算以外についても、虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項・事実の開示に係る公表日については、その開示すなわち投資者の投資判断に影響を及ぼす情報提供の実態の状況を踏まえて、上記イ)と同じ対応となる適時開示の日とすべきである。「重要事実」は、適時開示の開示対象となることを踏まえ、その開示は基本的に適時開示によって行われるからである。すなわち、「重要事実」については、適時開示は行われるが法定開示は行われていないことまたは法定開示に先立って適時開示が行われていることが一般的であることから、当該「重要事実」について不適切な開示の事実を示すこととなる公表日は、当該適時開示が行われた日とされるべきである。

おわりに

証券市場における規律を定める金融商品取引法により、適時開示を管理する取引所は自主規制業務を適切に行うことが義務付けられており（金商法84条1項）、その自主規制業務の範囲も定められている（金商法84条2項各号）。その中で、上場有価証券の発行者が当該発行者に係る情報の開示または提供に関する審査及び上場有価証券の発行者に対する処分等の措置も自主規制業務とされていることから（金商法84条2項3号、取引所等府令7条4号）、上場会社が適時開示を適切に実施しているかを管理することは取引所の自主規制業務として法令により根拠づけられているものと解される。この適時開示は、開示を構成する定期開示と臨時開示において、法定開示の補完という重要な役割を果たしている^(注12)。すなわち、定期開示においては、会社法により定時株主総会の招集通知が株主となっている投資者に対しては計算書類等の決算内容が提供されるものの、株主とはなっていない投資者には開示されず、その後の金融商品取引法による有価証券報告書の開示がなされるまでの間、両者の間に決算内容という重要な投資判断情報の非対称すなわち投資者間における不公平な情報格差を解消しているものが適時開示による決算内容の開示（決算発表）である。また、臨時開示における法定開示と適時開示とは大きく異なっており、臨時報告書提出事由の対象とはされていない重要な投資判断情報の開示により、適時開示が法定の臨時開示を補完する役割も果たすこととなっている。

このように、自主規制たる適時開示は、証券市場において重要な役割を果たしていること及びその適切な実施を図っていくことが法により求められていることを踏まえ、不適切な適時開示が行われた場合には、不適切な法定開示が行われた場合と同様に法

的制裁が課されるべきであることを本稿において論述した。

- (注1) 金融庁「証券市場の改革促進プログラム（証券市場の構造改革 第2弾）」
II. 2. (3) ⑤、平成14年8月、6頁
- (注2) 金融庁「アクセスFSA第7号」の「インサイダー取引規制に係る公表措置の見直しについて」、2003年6月
- (注3) 金融庁・前掲（注1）II. 2. (4) ②、7頁
- (注4) 久保幸年『適時開示と定性的情報の開示』、中央経済社、2010年6月、32～34頁
- (注5) 金融庁「コメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」、平成15年6月
- (注6) 取引所の規則として、(株)東京証券取引所の規則を取り上げることとする。同規則の有価証券上場規程を上場規程と略称して用いることとする。
- (注7) 「重要情報」については、インサイダー取引規制におけるインサイダー情報の定めと異なり、包括規定にとどまっている。そこで、選択的開示の原則禁止を求める観点から、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対象としている適時開示の対象情報が「重要情報」と解される。なお、「重要情報」に係る法解釈として、フェア・ディスクロージャー規制を提言した金融審議会の市場ワーキング・グループのフェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告書（平成28年12月）及びフェアディスクロージャールール・ガイドラインにおいても、適時開示の対象情報として定められているインサイダー情報を基本とすることが掲げられている。
- (注8) 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎「金融商品取引法入門【第3版】」、商事法務、2013年3月、294頁
- (注9) 最近10年間の不適正開示の件数についてみれば、次のとおりである（出所：日本取引所グループのホームページ「年度別不適正開示件数」）。不適正な適時開示は毎月20～30件程度発生しており、最近は各年度において300件程度発生している状況である。なお、40件以上発生している月もある。
- | 年度 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 件数 | 299 | 222 | 155 | 173 | 165 | 130 | 242 | 299 | 309 | 288 |
- ※現物市場統合（2013年7月16日）前の大阪証券取引所における不適正な開示については、本表の件数に含まれていない。
- (注10) 金融庁・前掲（注5）参照
- (注11) 黒沼悦郎「IHI事件東京高裁判決の検討」『商事法務』、No. 2149、2017年11月、4～14頁
- (注12) 久保幸年「決算短信の監査の必要性—適時開示の信頼性」大原大学院大学『研究年報』第11号、2017年3月、60～62頁

（くぼ ゆきとし・大原大学院大学 会計研究科教授）