

法定開示と適時開示の対比・課題

Comparison/Issues of Legal Disclosure and Timely Disclosure

久保幸年

1. はじめに

証券市場における投資は、投資者の自己責任が原則であるから、投資判断に必要な情報すなわち投資者が自己責任を負うに足る情報の提供となる企業内容等の開示は投資の大前提となり、その必要性和重要性は改めて言うまでもないところである。証券市場を規制する金融商品取引法の目的規定において、投資判断に必要な企業内容等の開示制度の構築を明記しているのもそのためである（金商法1条）。

証券市場において情報開示が適切に行われているというためには、公正な価格の下で公正円滑に取引がなされるための制度が整備されていること、かつ、その制度が遵守され、公正円滑な取引が実現しているとの投資者からの市場の公正性に対する信頼が確保されていること、の二つが不可欠の要件である。すなわち、投資の自己責任原則の下で投資者が市場参加するについては、整備の要件だけでは十分ではなく、その実績つまり制度の整備及び運用の実効性についての投資者の信頼確保も重要である。したがって、企業内容等に関する適時、的確な開示のための規制が整備するための開示規制が実際に市場で機能しているとの信頼を投資者から得られていることが必要である。市場に対する適切な情報提供は、文字どおり、証券市場の基盤（インフラ）としての性格を有するものである。

ここで、証券市場においては行う次の三つの情報開示ルートが設けられている（注¹）。

① 法定開示

法定開示とは、金融商品取引法による開示制度による情報開示である。

② 適時開示

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金融商品取引所（以下「取引所」という。）が、その市場の適切な管理・運営を図り、もって公益及び投資者保護を図るために上場会社に対して義務付けている情報開示である。

③ 任意開示

任意開示とは、上場会社が自発的に任意に行う情報開示である。この開示は、I R（Investor Relations インベスター・リレーションズ）活動の一環としての企業経営や業績等に関する理解を深める観点から多種多様に行われている。

上記の情報開示ルートのうち、①及び②が規制開示となる。①が公的規制開示、②が自主規制開示である。ここで、適時開示は取引所の規則により実施が義務付けられているので、上場会社にとっては金融商品取引法上の法定開示による制度開示に準じた事実上の制度開示として位置づけられている状況にある。

本稿においては、上記の開示規制である法定開示と適時開示における制定及び仕組み並びに両開示の比較・相違を検討し、それぞれにおける課題を論述することとする。

2. 証券市場における開示規制の必要性

企業内容等に関する情報の開示は、証券市場に参加する不特定多数の投資者への公正で公平な情報開示でなければならない。この情報開示をもとに投資者が市場における投資対象物件に対する分析・評価を行い、それに基づいて合理的に投資判断を行って、その結果市場において公正で効率的な競争取引が確保されていることが必要となる。そこで、投資者が合理的な投資行動をとるためには、投資対象の有価証券及びその発行者に関する情報の開示が必要不可欠のものとなる。金融商品取引法の最終目的として定められている投資者保護の1つである「事実を知らされないことによって被る不測の損害からの保護」のためにも、こうした情報開示を義務付ける開示規制は欠かせないものとなる。開示規制は、投資者の投資における自己責任原則を求める必須の条件となるものである。

この開示規制により制定される開示制度とは、真実で十分な情報を明瞭に分かりやすく投資者に開示することによって、投資者が自己責任において合理的な投資判断をなし得るようにすることにより投資者保護を図るものである。開示規制は、証券市場を構成する発行市場及び流通市場の両市場において定められなければならない。すなわち、開示情報の正確性、十分性及び明瞭性を確保し、証券発行者と投資者との間の情報の非対称を適切に解消し、投資の自己責任を求めるに足る重要な企業内容等に関する情報の開示を確保するために開示規制が設けられている。

そこで、証券市場の成立を確保していくためには、市場における取引対象となる有価証券の発行者に対して、投資判断において求められる重要な企業内容等に関する情報の開示が義務付けられる必要がある。これにより、自己責任を負うに足る投資判断情報の提供が確保されることとなるのである。こうしたことを踏まえ、既に取り上げた証券市場における情報開示ルートのうち、規制開示となる法定開示（公的規制開示）と適時開示（自主規制開示）の対比と課題をそれぞれ論述することとする。

3. 法定開示

法定開示においては、開示対象情報及び開示方法が異なる開示規制が設定されてい

る。そこで、法定開示として異なる2つの開示規制をそれぞれ取り上げることにする。

(1) 法定開示書類の公衆縦覧

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を証券発行者からの提出を受けて、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^(注2)。この法定開示書類により、開示対象情報が具体的に制定されている。発行市場においては募集または売出しが行われる際に有価証券届出書等、流通市場においては定期開示の有価証券報告書等及び臨時開示の臨時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公衆縦覧されることにより、投資対象の有価証券及びその発行者に関する重要な情報が開示される制度が制定されているものである。そして、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等（直接開示）も定められている。

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、すなわち公開買付けを規制する観点から、その買付けに関する情報等を投資判断情報として公開買付け届出書等により開示する公開買付け制度が設けられている。また、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投資判断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。

こうした投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす投資判断情報を開示する仕組みを設定している公的規制が法定開示書類による開示制度である。

(2) 選択的開示の場合の公表

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（金商法27条の36第1項）（以下「重要情報」という。）、つまり重要な内部情報について特定の者への情報伝達（「選択的開示」という。以下同じ。）が行われた場合に限定して、「重要情報」の公表（開示）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。このように「重要情報」としては、包括的に情報を規定しており、個別列挙情報は一切規定していない。そこで、開示を行うによる情報についてはこの包括情報の解釈によることなので、インサイダー取引規制における対象情報（重要な投資判断情報を構成しているインサイダー情報をいう。後記5.（3）①イ参照。）を中心とする解釈がなされている^(注3)。

ここで、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としての公表を義務化する制度である。この公表とは複数の方法を定めており、所定の開示情報が義務付けられている法定開示または適時開示による公衆縦覧、2以上の報道機関への公開と一定の時間（12時間）の経過及び開示会社のウェブサイトへの掲載、とされている（金商法27条の36第4項、重要情報公表府令10条各号）。

（3） 法定開示の選定

法定開示においては、開示対象情報及び開示方法が異なる「法定開示書類の公衆縦覧」（上記（1））と「選択的開示の場合の公表」（上記（2））が構成されている。ここで、選択的開示の対象情報の「重要情報」は包括規定にとどまっており、具体的な情報は制定されていない。そのため開示対象となる情報については、法定開示書類による所定の情報とフェア・ディスクロージャー規制の包括情報については非常に大きく異なることが定められている。また、開示対象情報の開示の義務付けを行う法定開示書類の公衆縦覧の開示の方法と選択的開示の場合の開示方法の公表とは大きく異なる設定である。このように、大きく異なる規制となっている。

ここで、投資者保護を反映する投資判断情報の開示は、一部に開示することなしを理由に開示しないという選択的開示は、当該投資判断情報（例えば業績予想の売上高・経常利益が重要な下落）が開示されなければ、適切な企業価値等の投資判断を大きく阻害するものである（上記の例が開示されれば株価の大幅下落が想定される。）。すなわち、重要な投資判断情報は、選択的開示なしで適時、かつ、適切な一般開示が投資者保護に必須なものであり、開示規制の意義の役割を果たすものである。

本稿では、法定開示と開示規制の適時開示との対比も取り上げる。適時開示は選択的開示を認めないで、所定（取引所の規則の規定）の投資判断情報の開示を義務付けているものである。そこで、本稿において、法定開示の選定として「法定開示書類の公衆縦覧」を取り上げることとする。

4． 適時開示

適時開示を設けている取引所は、証券市場を開設し、これを管理運営することを目的とする自主規制機関であることから、証券市場における公益及び投資者保護に資する観点から、公正円滑な取引が確保されるよう諸種の自主規制業務を行うこととなる（金商法84条1項）。適時開示は、取引所の規則によりその実施が義務付けられているので、上場会社にとっては金融商品取引法上の法定開示制度に準じた事実上の制度開

示として位置づけられている状況にある。この適時開示を設けている取引所は、証券市場を開設し、これを管理運営することを目的とする自主規制機関であることから、証券市場における公益及び投資者保護に資する観点から、市場において公正円滑な取引が確保されるよう諸種の自主規制業務を行うこととなる。

ここで、金融商品取引法により、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行う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その他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）、適時開示を取引所の業務とすることすなわち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。

5. 法定開示と適時開示の対比

投資判断情報の開示は、一定の時期に開示される定期開示と重要な情報が決定、発生した時に随時に開示される臨時開示から構成される。そこで、法定開示と適時開示の対比において、両開示の基本的事項及び開示対応（開示を構成する定期開示及び臨時開示の対応）における相違点を取り上げることとする。

(1) 開示の基本的事項における相違点

開示の基本的事項として、開示に係る基本的方針、開示における遵守条項及び開示内容の原則の設定については、法定開示と適時開示においては大きく異なっている。

① 開示に係る基本的方針

法定開示においては、法定開示書類（代表なものとして有価証券届出書・有価証券報告書）について公益または投資者保護のため必要かつ適当なものを求めると法定されているが（金商法5条1項1号・24条1項）、内閣府令（開示府令）において開示に係る基本的方針は設定されていない。そこで、法定開示においては開示に係る基本的方針等は規定されていない。しかし、適時開示においては、開示を行う上場会社においては、投資者への適時、適切な会社情報の開示が健全な金融商品市場の根幹をなすものであることを十分に認識して、「常に投資者の視点に立った迅速、正確かつ公平な会社情報の開示を徹底する」ということが、適時開示における基本的スタンスとして定められている（上場規程401条）^(注4)。こうした基本的スタンスに係る包括規定を踏まえて、適時開示に関する諸規程や

取扱い等を制定して適時開示制度を構築し、上場会社に対する開示規制が行われている。

さらに、上記の設定の規定に係る内容を踏まえて、適時開示に係わる規定は、会社情報の適時開示等について上場会社が遵守すべき最低限の要件、方法等を定めたものであり、上場会社は、当該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定められている（上場規程411条の2）。

② 開示に係る遵守条項

法定開示においては、開示に係る遵守条項は設定されていないが、適時開示においては、次の条項を遵守することを義務付けている（上場規程412条1項1号～4号）。

イ) 開示する情報の内容が虚偽でないこと（1号）

開示情報が虚偽情報であってはならないということは、開示情報の適切性を検討する以前の問題である。開示内容が虚偽であれば、投資者を誤った投資判断に引き入れることとなり、あってはならないことである。虚偽でないことが開示の大前提である。

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（2号）

適時開示の対象情報を開示する場合、投資者の投資判断において重要と認められる情報を欠くことなく開示することは必要不可欠のものであることは明らかであろう。

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（3号）

投資判断に資するため、虚偽でなく（上記イ）、重要と認められる情報が欠けることなく開示された場合（上記ロ）、当該開示情報について投資者が的確に理解できるものでなくてはならない。したがって、開示情報について誤解を生ぜしめるものであってはならないことは合理的な投資判断のため、必須である。

ニ) 上記の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（4号）

その他の開示の適正性があれば対応をするように規定している。例えば、開示の仕方としての開示方法も適切に行わなければならない。すなわち、開示方法においても適時性と公平性について問題がないよう、適切に対応する必要がある。

③ 開示内容の原則

法定開示においては開示内容の原則は設定されていないが、適時開示において

は設定されている。適時開示においては、開示の基本的スタンスを踏まえて、決定事実及び発生事実の適時開示において開示すべき内容は、原則として、次に掲げる内容と定めている（上場規程施行規則402条の2第1項1号～4号）。

＜決定事実・発生事実に係る開示内容＞

- イ) 決定事実を決定した理由または発生事実が発生した経緯（1号）
- ロ) 決定事実または発生事実の概要（2号）
- ハ) 決定事実または発生事実に関する今後の見通し（3号）
- ニ) その他取引所が投資判断上重要と認める事項（4号）

上記ニ)におけるその他の開示事項（上場規程施行規則402条の2第1項4号）が定められているのは、開示すべき内容について、開示情報について、全て特定して規定することは困難であることを踏まえたものであろう。なお、上記に掲げた条項において、適時開示における開示内容について、「原則」として規定しているのは（上場規程施行規則402条の2第1項柱書）、基本的には開示対象たる決定事実及び発生事実についてのそれぞれの開示の時点・段階を全て事前に特定できるものではないことなどから、当該開示の時点・段階を踏まえ、適時かつ適切な開示を行うことを上場会社に求める観点から例外的に開示すべき内容を設ける場合もあるためと考えられる。

（2） 定期開示の対応における相違点

定期開示の基本として、事業年度ごとの開示すなわち法定開示における有価証券報告書（金商法24条1項。開示府令による様式の法定開示資料をいう。以下同じ。）及び適時開示における決算短信（（株）東京証券取引所の「決算短信・四半期決算短信 作成要領等」（以下「作成要領」という。）による決算情報の開示方式の資料をいう。以下同じ。）の開示を取り上げることとする。なお、決算短信が決算情報の開示であるため、有価証券報告書においても一部の決算情報に制限して取り上げる。

① 開示の対象情報

法定開示の有価証券報告書においては、財務諸表等のほか、経営成績、財政状態及びキャッシュ・フローの状況に関する経営者の説明・分析等の記述情報の開示が義務付けられている（開示府令の第3号様式）。当該記述情報は、財務諸表等の金額・変動等の理解に資するため、投資判断に非常に重要な情報である。しかし、記述情報に係る適時開示においては、簡略な概況等の情報の開示にとどめておらず（下記6.（2）③参照）、本質的な記述情報の開示は求められていない状況である^{（注5）}。したがって、重要な投資判断情報に該当する記述情報が適時

開示の対象情報として開示を義務付けておらず、法定開示との重要な相違が生じている。

② 財務諸表等の適正性の確証

有価証券報告書においては、財務諸表等の適正性の確保のため、職業専門家の公認会計士・監査法人の会計監査人による監査結果（監査報告書）が財務諸表の適正性の状況（監査証明）の開示とされている（金商法193条の2第1項）。すなわち、財務諸表等の適正性に係る監査報告書が開示されることとなる。一方、適時開示の決算短信においては、会計監査の手続きの終了は未定なので^(注6)、財務諸表等の適正性が確保されていない。したがって、財務諸表等の適正性の確証がない段階での適時開示について、法定開示と大きく異なっている。ただし、監査報告書の提出前に事実上の監査結果を監査人から連絡を受けて、「実質的な適正性」の財務諸表等を前提とする決算情報を上場会社の過半が開示している（作成要領1.（2））。

③ 将来情報

投資者の投資判断において重要な位置付けとなる企業価値の向上や企業の持続的成長等の判断において必要となる将来予測情報の開示については、法定開示と適時開示で異なっている。すなわち、有価証券報告書においては将来情報の開示が拒否されていないが（事実上、開示は求められていない）、適時開示の決算短信においては「業績予想」として開示が望まれていて、実際に開示されている。

④ 開示の時期

法定開示においては、有価証券報告書は事業年度終了後3ヶ月以内に（金商法施行令3条の4）に開示されることとなる。この開示は、一般に電子開示システムのEDINETを利用されている（金商法27条の30の7）。一方、適時開示においては、「決算内容が定まった場合」に直ちに開示することが求められている（上場規程404条）。この開示は、電子開示システムのTDnetが利用される（上場規程414条）。

上記の適時開示に係る規定を踏まえて、上場会社による決算発表の多くが決算日後40日程度（平均開示日）の時期に行われている^(注7)。これを踏まえて、決算内容に係る一般的な開示ルートの時系列は、次に掲げる〈決算内容に関する開示時期〉のとおりとなる（適時開示と法定開示に下線している。）。カッコ内は、3月期決算の上場会社の平均的な該当事期を示しており、有価証券報告書の提出

の時期については定時株主総会終了後という一般的な例としている。

＜決算内容に関する開示時期＞

決算日（3月末日）→決算発表：決算短信の開示（5月初旬）→決算発表後の決算説明会という任意開示（5月）→株主に対する定時株主総会の招集通知（計算書類等）の送付（6月、定時株主総会開催日の2週間前までの時期）→定時株主総会の開催（6月下旬）→有価証券報告書の開示（6月下旬）

このように、一般的に、有価証券報告書の開示より約1ヶ月半以上前に適時開示による決算短信（財務諸表等の添付書類を含む。）が開示されている。決算内容の開示の時系列をみると、仮に決算発表（適時開示）がなければ選択的开示は認められないことから任意開示の決算説明会も行われず、決算内容については会社法による株主への提供（計算書類が記載されている株主総会招集通知の送付）と金融商品取引法による開示（財務諸表等が記載されている有価証券報告書の公衆縦覧）のみとなる。その場合、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生ぜしめることとなる。

こうした決算情報の入手の非対称は、公正な価格形成の下での公正円滑な証券取引の確保の観点からして、解消されなければならないことは明らかである。＜決算内容に関する開示時期＞に掲げた時系列のとおり、決算発表により決算内容が開示され、株主である投資者と株主ではない投資者間の情報の非対称が解消されることとなる。

（3） 臨時開示の対応における相違点

企業活動においては、事業の展開等において様々なことが時を問わず生ずることになる。そうしたものの中で、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすべき事項が決定されたり、発生した場合には、適時に当該事項・事実の開示がなされることが投資者による合理的な投資判断を行う上で必要である。そこで、投資者保護の観点から、投資者への投資判断情報の開示は定期開示に加えて重要な投資判断の決定・発生の都度、開示するという臨時開示がされるべきものである。こうした点を踏まえて、臨時開示における法定開示と適時開示の相違点を比較・検討する。

① 開示の対象情報

上記の臨時開示の意義を踏まえ、臨時開示の対象情報としては投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報が開示されるべきものとしては明らかである。しか

し、インサイダー取引規制における規制対象情報（インサイダー情報という。以下同じ。）すなわち重要な投資判断情報について、法定開示においては開示の対象情報（開示府令19条2項）として多くのインサイダー情報が設定されていないが、適時開示においてはインサイダー情報が開示対象情報とされている（上場規程402条～405条）。そこで、法定開示と適時開示における「重要事実」の開示の対象情報との相違について、次にそれぞれ取り上げることとする。

イ) 法定開示

インサイダー情報は、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）（以下「重要事実」という。）と公開買付け等事実（法167条2項本文）をいうものである。ここで、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前には取引禁止（売買等の禁止）のみが規定されており、特定の一部の臨時開示を除いて^{（注8）}、インサイダー情報の開示を求める開示規制は設けられていない。

ここで、「重要事実」とは、多数の個別列挙の決定事実・発生事実・業績や配当等の予想修正等及びその他の重要情報（バスケット条項の適用情報）から構成されている（金商法166条2項1号から4号）。しかし、法定開示の臨時開示においては、「重要事実」のほとんどが臨時報告書提出事由（開示府令19条2項）すなわち法定開示の対象とはされていない状況である^{（注9）}。取引規制（インサイダー取引規制）と開示規制（法定開示制度）とは規制目的は異なるが、そもそも規制対象情報たるものは投資者の投資判断に影響を及ぼすべき重要な情報であることから、両規制において異なる情報としてはならないと考えられる。

ロ) 適時開示

適時開示においては、取引規制における「重要事実」が開示の対象情報の中心となっており、「重要事実」に係る情報は開示が義務付けられるものとされている。そこで、大半の決定事実・発生事実・バスケット条項の適用情報の実績情報や全体の業績等の予想修正等の将来情報は法定開示の開示対象とならないが、適時開示においてはこれらの対象情報も開示対象とされており、法定開示とは大きく異なっているのである。

② 開示の時期

法定開示においては、開示対象情報が生じた場合、遅滞なく開示することとなる（金商法24条の5第4項）。一方、適時開示においては直ちに開示することが義務付けられている（上場規程402条本文）。そこで、通常、適時開示が先に開示

され、その後で法定開示がされている。

ここで、全体の開示対象の把握・理解等において追加の開示が必要となる場合もある。例えば、地震、災害等が生じて開示したこと（当初開示）、その後の状況を踏まえて開示（追加開示）する必要がある。そこで、開示の対象となるものの状況を踏まえ、当初開示と追加開示を行う適時開示は1回のみではない開示と確定段階での開示を求める臨時報告書とでは開示対応が大きく異なっている。すなわち、適時開示においては、当初開示を行って、その後さらに当該開示対象について追加開示を行うこととなるため、法定開示とは大きく異なることとなるのである。

③ 開示の内容（開示事項）

開示情報について共通的、投資判断等に役立つ開示内容に係る開示事項の設定については開示に非常に有効となるものである。しかし、法定開示においては開示内容に関する事項は設定されていないが、適時開示においては開示事項が設定されている（上場規程施行規則402条の2第1項1号～4号、前記5.（1）3参照）。開示事項として決定理由・発生経緯、概要、今後の見通し、その他事項を規定しており、両開示で大きく異なっている。投資者の投資判断情報たる企業内容等の情報の開示の意義を踏まえれば、開示情報が上場会社等の運営、業務または財産にどのような影響を及ぼすものであるかについて、経営者の目線による説明が求められるべきものである。なお、法定開示においては、事業に著しい影響を及ぼすと認められる重要な災害（開示府令19条2項5号）等のような場合における事業に及ぼす影響や重要な後発事象（開示府令19条2項12号）による損益に与える影響額の開示事項が設定されている。こうした規定は限定的であり、例外のものである。

6. 法定開示及び適時開示における課題

（1） 法定開示における課題

① 開示の方針・遵守条項・開示原則のないこと

投資判断情報は適時・適切に公正・公平にされるべきものであることは明らかである。そこで、開示規制においては、その開示の意義と目的を踏まえた開示の基本的スタンス及び開示の遵守条項が規定される必要がある。また、開示の基本的スタンスを踏まえて開示原則を設け、それに従って開示事項等が規定されるべきである。ここで、法定開示においては、開示の方針・遵守条項・開示原則が全く設定されていないので、開示規制の基本的事項の設定がされるべきである。

② 記述情報に係る規則の設定がないこと

法定開示における規制は財務諸表等の作成すなわち会計の量的情報に係る規則（財務諸表等規則・連結財務諸表等規則）が設けられているが、経営成績・財政状態等に関する定性的情報である記述情報に係る規則は設定されていない。例えば、有価証券報告書の様式の第3号による「記載上の注意」により、記載に係る注意書きが掲げられているものがとどまっている。しかし、それぞれの記述情報に係る原則及び遵守条項が設定されることにより、当該記述情報が実効性のある開示となるのである。

アメリカの法定開示に係る開示規制においては、財務諸表等の会計に係るレギュレーションS-X、MD&A等の記述情報に係るレギュレーションS-Kの規則がそれぞれ制定されている。すなわち、財務諸表以外の記述情報の開示について体系化された独立の規制体系が設けられているのである。しかし、わが国の法定開示における記述情報に係る規則の設定がないことは、実効性のある開示を実現するためには十分でなく、また適切でないところがあると考えられる。

③ 開示対象情報が不足であること

重要な経済的実態に係る情報を開示しない状況下での投資判断による証券取引は、企業の実態とは異なった企業価値判断の下での取引となる。したがって、投資の自己責任を有する投資者に対して重要な投資判断情報を開示して投資者保護を図ることにより、投資者の合理的な投資判断が投合されて公正な価格形成がなされる市場機能を確保することとなる。ここで、公正な取引を確保するインサイダー取引規制における対象情報として、重要な投資判断情報に該当する「重要事実」に関しては、取引規制のみでなく、開示義務を課す開示規制も法により定められるべきである。すなわち、臨時開示の法定開示における開示対象情報が大きく不足であることが明らかと考えられる。

そこで、法定開示制度における臨時報告書提出事由として、大半な重要な投資判断情報を外している現行の開示対象情報を適切に改善・設定するため、「重要事実」の導入・設定も検討されるべきものである。

④ 開示内容等に係る方針がないこと

法定開示により開示の対象となるものが、今後どのような状況・推移となるのか、また今後どのような影響を及ぼすこととなるか、それを踏まえた今後の対応・方針等を開示することは、臨時報告書においても開示されるべきものと考えられる。開示対象となったもののみの開示でとどまる場合は、会社の外部の者で

ある投資者において、当該開示対象による影響等を踏まえて投資判断、すなわち「今後の見通し」がどのようになるかの判断を行うことは困難であると考えられる。投資判断による重要な情報、つまり、決算内容に関する情報として財務諸表等とともに経営成績、財政状態、キャッシュ・フローの状況等に関する定性的情報の開示が求められていることと同様に、開示される情報が的確に理解されとともに、その影響等を含めた「今後の見通し」について説明することは、投資判断情報の開示に関する有用性確保の観点から必要かつ適切と考えられるものである。また、開示の時期を踏まえた当初開示と追加開示が必要な場合の開示項目の設定も必要と考えられる。

したがって、開示された情報が投資者の投資判断に資するために実効性のある対応が必要であるという観点を踏まえて、開示内容としての開示事項に係る見直しをすることも必要であると考えられる。

(2) 適時開示における課題

① 決算情報の適正性が求められていないこと

適時開示における決算短信及び四半期決算短信については、監査や四半期レビューの手続きの終了は開示の要件とはしていない（作成要領1.（2）①の〔決算短信等には監査等が不要であることについて〕）。このように、決算短信の開示前に公認会計士等による監査及び四半期レビューが終了している必要はないことを明確にされている。

そもそも財務諸表等は作成主体たる経営者の判断・決定のみで適正性の確証がされるものではなく、作成者主体に有利となるように作成される不正リスクは広く認められているものである^(注10)。そこで、最近の不正会計の多くの事例にもみられるように、「公表利益をできるだけ自己に有利なものにしたいという経営者の欲求が生ずることを否定できない」^(注11)状況において、財務諸表等は経営者寄りの主観的判断や見積りなどが介在する状況の下で作成されるリスクがあると考えられる。したがって、経営者の判断・決定のみで適正性を確証できないという財務諸表等の本質を踏まえれば、投資者が投資判断情報として財務諸表等を利用する場合、財務諸表等の適正性の検証を行う会計士監査の必要性がより一層求められることとなっていることは明らかであろう。

ここで、適時開示に係る取引所規則においても、適時開示の基本的スタンスとして「常に投資者の視点に立った迅速、正確かつ公平な会社情報の開示」を求めること（上場規程401条）を受けて、上場会社が適時開示を行う場合の遵守条項が規定されている（上場規程412条1項各号）。そこで、当該遵守条項に照らして

決算短信において開示すべき決算内容についても、「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）が適用されることとなるのは当然である。

したがって、決算短信における財務諸表等及びその一部の金額等を示したサマリー情報が適正性の確証判明でなければならないので、この適正性を明瞭に削除している適時開示においては重要な問題である。

② 決算発表の記述的な説明が不備であること

投資者の投資判断情報において、事業年度毎の財政状態並びに経営成績及びキャッシュ・フローの状況（以下「財政状態等」という。）に係る実績を示す決算内容としての財務諸表等は、企業価値の評価において重要な役割を占めていることは改めていうまでもないことであろう。しかし、財務諸表等に計上されている金額のみの決算発表（決算情報の適時開示）の開示では、財務諸表等が表示するとされている財政状態等を企業外部の投資者が適切に理解できないところがある。例えば、当期の売上高が前期と比して増収だった場合、その増収傾向が今後も継続するのかどうかという将来予測を行うためには、当該売上高の金額だけでなく、増収実績をもたらした原因の説明として増収の構成・要因や事業年度毎の特徴及び各事業年度毎の類似性または相違性並びに各事業年度の計画の達成状況の説明等が必要不可欠のものである。

また、投資判断の基礎となる企業価値の評価において、財務諸表等には計上されない経営資源に関する情報も重要である。例えば、自己創設のブランド、生産ノウハウ等の経営資源が経営活動において実際に機能している場合、経済的便益の獲得において重要な役割を果たすものであるが、これらは現行の制度会計による財務諸表等においては計上認められないものである。

こうしたことを踏まえれば、財務諸表等が表示目的としている財政状態等について、当該財務諸表等に計上されている金額との関係を含めた記述的な説明として、財政状態等に関する経営者の説明の開示が必要である。しかし、決算発表における決算短信の開示内容については、経営者の説明を求めるスタンスが明確となっていた当該決算短信の作成要領の改正前の定性的情報の項目の「経営成績・財政状態に関する分析」とされず^(注12)、現行では分析・見通し等が十分でない改正後の「経営成績等の概況」とされ、上場会社の任意の開示対応が基本とされた。したがって、経営成績・財政状態等に関する記述情報の開示が欠如されたことは、法定開示（有価証券報告書による開示）により株主と株主でない投資者との間の決算情報に係る情報の非対称の解消のために問題と考えられるものである。

③ 将来情報に係る免責条項がないこと

大半の上場会社の適時開示の決算発表においては、業績予想として売上高・経常利益等の予想としての将来情報が開示されている。こうした将来情報は過去の実績を示す確定情報ではないことから、将来を合理的に見積もられていた情報が実績とは異なる結果となることも想定される。こうした合理的な状況の中で、現時点での業績等の予測と将来の時点での実績との相違の存在が直ちに違法または違反となる措置が取られるのであれば、将来情報の開示は十分に期待できないこととなってしまう。

一方、将来情報における経営者の判断は、経営者サイドに寄り添った情報あるいは必要な情報の開示の欠缺、つまり中立性の欠けた情報をもたらすおそれのある恣意性リスクに留意しなければならないものである。こうした財務諸表等の作成そのものではない経営者の将来情報に関する判断は、監査人たる公認会計士または監査法人の監査証明を受けることはならないため、外部検証による信頼性の保証はなされていない。

そこで、経営者の恣意性リスクの排除の視点の明確化という観点から、将来情報が合理的基礎に基づき誠実に作成されて開示された場合には違法または違反にならないものとする免責条項、いわゆるセーフ・ハーバー・ルール（safe harbor rule）の制定が必要であると考えられる。すなわち、上場会社が適時開示において業績予想等の将来情報を開示しているため、当該将来情報を合理的に継続・開示していくためには、上記の将来情報に係る免責条項の設定がないことは重要なものであると考えられる。

7. おわりに

証券市場を規制する金融商品取引法の法令目的において、投資判断に必要な企業内容等に関する重要な投資判断情報の開示を明確にすることを規定されている（金商法1条）。そこで、開示規制が適時、かつ、適切な情報開示が定められていなければならない。ここで、投資判断の情報開示においては、まず開示の対象情報が適切に設定必須となるものである。投資判断に求められる重要情報が一部でも抜けて開示とされている場合、当然、証券市場にかかる証券取引が公正にされず、投資者保護もされないことになるからである。また、投資判断情報が開示の場合、その開示の時期や情報受領者が投資者の投資判断に影響を及ぼすこととなる。そこで、開示情報の提供すなわち開示の時期への対応が同様に設定必須となり、開示の適時性と公平性が求められることとなる。

こうした開示規制の基本を確認しながら、開示情報と開示の時期において、法定開

示は十分でなく、適時開示が証券市場における情報開示が主要な役割を果たすべきものであることを本稿で論述した。まず、開示における基本的事項における、①開示の基本的方針②開示に係る遵守条項③開示内容の原則、は開示規制の前提となるが、適時開示では一般的な開示において求められるものが規定されているが、法定開示では設定されていない。すなわち、開示主体に対する開示における基本的方向の設定が異なることは、投資者保護の開示規制においては想定外のものである。そこで、法定開示と適時開示における開示の相違について、定期開示と臨時開示のそれぞれについて取り上げている。

定期開示においては、決算情報が両開示において開示されているが、開示の時期が大きく異なるとともに法定開示における記述情報のほとんどが適時開示では開示されていない。そこで、財務諸表等の決算情報の一般開示により、株主とそれ以外の投資者における重要な投資判断情報の非対称の解消を適時開示が果たしている。しかし、適時開示の決算発表における財務諸表等の適正が確認されないとされているのは重要な問題である。一方、臨時開示においては、①開示の対象情報、②開示の時期、③開示の内容が大きく異なっていることを指摘している。開示規制における臨時開示において、それぞれの開示の要点が異なることは非常に不明なものである。それぞれの開示事項において、開示規制を踏まえると、開示対象情報等を踏まえて法定開示に重要な課題が生じていることを論述したものである。しかし、適時開示において重要な業績予想が開示されているが、将来情報に係る免責条項がないことなども重要な課題であり、適時開示においても検討課題が生じている。

以上、本稿において法定開示と適時開示との対比・課題を取り上げて論述を行った結果、両開示規制において改善対応が求められることを考えている。

(注1) 久保幸年『適時開示制度と定性的情報の開示』、中央経済社、2010年6月、19～22頁

(注2) こうした公衆縦覧のほか、有価証券報告書の重要な訂正に関する公告が義務付けられており（金商法24条の2第2項）、この公告は電子公告による方法または日刊新聞紙への掲載による方法が規定されている（金商法施行令4条の2の4第1項各号）。本稿では、論文のテーマを踏まえ、この特定の公告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、236～239頁

(注4) 取引所の規則としては（株）東京証券取引所の規則を取り上げ、有価証券上場規程を上場規程、今後の有価証券上場規程施行規則を上場規程施行規則という。

- (注5) 作成要領の改正前の決算短信においては、経営成績・財政状態に関する分析等の記述情報が求められていたが、改正後の現行の決算短信においては、経営成績の概況等の簡略な記述情報の開示とされて、大きく異なった状況となっている。
- (注6) 作成要領の1.(2)①の〔決算短信等には監査等が不要であることについて〕において、「決算の内容の開示について、上場規程においては、「決算の内容が定まった場合」に直ちにその内容を開示することを求めており、監査や四半期レビューの手続きの終了は開示の要件とはしていません。」と規定されている。
- (注7) 東証による各年度毎の「決算発表状況の集計結果」を参照。例えば、2020年度（3月期決算）の決算発表までに要する所要日数の平均は、「2021年3月期決算発表状況の集計結果について」（2021年6月）によれば、決算日後40.6日である。最近の各年度において同程度の日数が継続しているが、昨年度はコロナ感染の影響があつて44.9日となっているが、例年並みの水準に戻りつつある状況と思われる。
- (注8) 発行者による公開買付け（自社株公開買付け）においては、その公開買付けの前に「重要事実」の公表を義務付けており、臨時開示として設定・規定している（金商法27条の22の3第1項）。
- (注9) 久保・前掲（注3）、321～325頁
- (注10) 作成主体・経営者による不正リスクを踏まえて、監査人は重要な虚偽表示が財務諸表等に含まれる可能性を考慮しなければならないことが監査基準において規定されている（「監査基準」第二 一般基準4）。
- (注11) 伊豫田隆俊、松本祥尚、林隆敏著『ベーシック監査論（七訂版）』、同文館出版、平成27年10月、10頁。同書（10頁）において、会計数値自体が客観的かつ検証可能なデータのみによるものでなく、情報作成者の主観的な判断や見積りが常に介在することから、公表利益を自己に有利にするという傾向がより強くなることが指摘されている。また、財務諸表等の本質を踏まえれば、「財務諸表は決して絶対的なものではなく、むしろ「仮決算書」たる性格を有し、会計処理にあたっていかなる方法を適用したか、どんな判断を下したかによって、その内容が異ならざるを得ない。」（日下部與市『新会計監査詳説』、中央経済社、昭和45年3月、10頁）という財務諸表等の本質に係る指摘は、今日においても極めて妥当で、かつ重要なものである。
- (注12) 決算短信の作成要領の改正前には、「定性的情報の開示の充実にに関する要請」が求められて、経営成績に関する分析（当期の経営成績、今後の見通し、中期経営計画等の進捗状況、目標とする経営指標の達成状況など）、財政状態に関する分析（資産、負債、純資産及びキャッシュ・フローの状況に関する分析、キャッ

シュ・フロー関連指標の推移など)などの記述情報が求められていた。しかし、改正後の現行の決算短信の作成要領においては任意の開示として「当期の経営成績・財政状態の概況」と改訂された。

(参考文献)

1. 上村達男「証券市場の開設・運営に係る法規制」、企業会計、2004年、Vol.56、No.5、83頁
2. 金融庁金融審議会第1部会報告「証券取引所等の組織形態の在り方について」、2000年2月。
3. 金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン～新成長戦略の実現に向けて～」I. 3.(2)ないし(4)、2010年12月
4. 久保幸年『マーケットサイド・ディスクロージャー 市場指向の企業情報開示』、中央経済社、2000年5月
5. 久保幸年『適時開示ハンドブック』、中央経済社、2004年5月
6. 久保幸年『適時開示の理論・実務』、中央経済社、2018年5月
7. 小池拓自「証券取引所と自主規制機能－東京証券取引所の上場を巡って－」、国立国会図書館、ISSUE BRIEF NUMBER 496(「調査と情報」496号)、2005年10月、3頁
8. 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『金融商品取引法入門(第2版)』、商事法務、2011年1月
9. 東京証券取引所「証券取引所の自主規制に関する研究会」による中間報告書「証券取引所の自主規制に関する研究会(中間報告)」、2004年6月。
10. 東京証券取引所「自主規制業務のあり方に関する特別委員会報告書」、2005年10月
11. 森田章『企業内容開示制度－法規制の展開と課題』、中央経済社、1991年5月

(くぼ ゆきとし・大原大学院大学 会計研究科教授)