

リアルタイム・ディスクロージャーの現状と課題（2）

-米国における臨時報告書制度および適時開示制度との比較検討-

メタデータ	言語: jpn 出版者: 明治大学大学院 公開日: 2020-11-27 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 脇黒丸, 新太郎 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/21260

リアルタイム・ディスクロージャーの現状と課題(2) ——米国における臨時報告書制度および適時開示制度との比較検討——

The Situation and Review about Real-Time Disclosure compared with the Current Report System and Timely Disclosure Policy in U.S.

博士後期課程 民事法学専攻 2018 年度入学

脇 黒 丸 新 太 郎

WAKIKUROMARU Shintaro

【論文要旨】

証券市場では、日々企業から開示される情報等に基づき、投資者が投資判断を行う。迅速かつ正確な情報に基づく真摯な投資判断の蓄積が、時々刻々と変化する証券市場における有価証券の公正な価格形成を導くため、証券市場では、日々の迅速な開示制度こそが最も重要である。同時に、金商法の目的規定から、開示制度の迅速性が抱える限界を行為規制が補うという一体的な視点が必要である。我が国において開示の迅速性を担う制度には、臨時報告書制度と適時開示制度があるが、これらによって投資者の投資判断にとって重要な情報が十分に開示されているわけではない。臨時報告書開示事由および適時開示事項が硬直的に定められており、それら開示事項に該当しない情報は、開示が強制されないためである。とりわけ、非財務情報開示の重要性が世界的に主張されているなか、我が国では、行為規制との関係性も含めた開示事由の見直しをする必要がある。上記問題意識の下に、我が国における両制度を、インサイダー取引規制との関係性や、虚偽記載等がなされた場合の役員らの責任も考慮したうえで、米国の諸制度と比較し、示唆を求める。

【キーワード】 臨時報告書制度, Form 8-K, インサイダー取引規制, 適時開示制度, NYSE

【目次】

- I. はじめに
- II. 米国における臨時報告書制度
- III. 米国における持続的開示制度

- Ⅳ. 結びにかえて（以上，51号）
- Ⅴ. 金商法上の開示規制と行為規制との関係
- Ⅵ. 我が国における臨時報告書制度
- Ⅶ. 適時開示制度の日米比較
- Ⅷ. おわりに（以上，本号）

Ⅴ. 金商法上の開示規制と行為規制との関係

資本市場においては、投資者が情報に基づく投資判断を行うために、情報開示制度が法定されている。ここでの制度趣旨は、情報が不足していたりあるいは情報に基づいた投資判断が行わなければ、市場原理に基づいた企業の資金調達が行われず、市場は限りある金融資源を見込みあるプロジェクトに効率的に配分することができないからとされる¹。それと同時に、一定の行為を禁止する行為規制が規定されており、両者の体系は分けて論じられてきた。たとえば、未公表となっている重要事実を知って会社内部者等が有価証券等の売買等を行うことを防止する規定、いわゆるインサイダー取引規制が存在する（金融商品取引法（以下では、金商法という）166条以下参照）。インサイダー取引規制の制度趣旨は、一般的には、インサイダー取引が横行している市場では、一般投資家は不公正に扱われていると感じ、金融商品市場に対する信頼性が低下すると、一般投資家の参加を前提とする金融商品市場が成立しなくなるため、一般投資家の参加する市場成立のための政策的なものであるといった説明がされる²。

これに対して、前稿Ⅰ.において指摘したとおり、金商法の目的を投資者保護だけではなく、有価証券等の公正な価格形成の確保を通じた証券市場の機能確保である点におくと³、有価証券等の時々の真実の価値を証券市場に提供することこそがもっとも本質的な価値であるから、証券市場に

¹ 近藤光男ほか『金融商品取引法入門〔第4版〕』（商事法務，2015年）5頁参照。

² 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣，2016年）407頁以下参照。また、近藤ほか・前掲注（1）313頁以下では、会社内部者は会社の株価等に影響を及ぼす情報で一般株主が知られていない情報に接する機会を有しており、このような未公表の情報に基づき株式の売買を行えば、大きな利益を得たり損失を被ることから免れることができる。このような結果は不公正に見え、このような内部者による取引を規制する必要性が生じる、としている。また、松尾直彦『金融商品取引法〔第5版〕』（商事法務，2018年）598頁以下では、インサイダー取引規制の根拠として、①投資者間の情報の非対称性に起因する不公平を是正し、公平性を確保することによる投資者保護、②証券市場における価格形成の公正性を確保すること、③投資者の市場参加による流動性確保を通じた証券市場の効率性を確保すること、の3つを挙げている。他方、松岡啓祐『最新金融商品取引法講義〔第5版〕』（中央経済社，2019年）92頁では、「機密情報を利用したインサイダー取引は、取引客体に対する真摯な投資判断とはいえない、不当な投資判断により市場における公正な価格形成を阻害する。優越的地位の濫用に当たる。平等な情報の適時開示（ディスクロージャー）が生命線であり、公正な競争条件の整備を要請する証券市場の本質からも、重要な未公表情報の利用禁止が導かれる」としている。

³ 上村達男「投資者保護概念の再検討—自己責任原則の成立根拠—」専修法学論集42号（1985年）4頁以下、同「証券取引法の目的と体系」企業会計53巻4号（2001年）133頁以下参照。

において最重要な開示とは、日常的に企業が行っている適時開示制度であり、有価証券報告書は、これらの年鑑・年報にすぎないとする見解がある⁴。この見解は、投資者間での情報の平等性を欠く場合の投資判断の集積では公正な価格形成が達成されないため、より迅速かつ積極的な情報開示を最も重視するという視点を提供する点において、本橋の検討を進める上で大変示唆的なものである⁵。

このような考えに立つと、投資家間の情報格差を用いて行われる売買等は、公正な価格形成を歪曲する行為であり、上記金商法の法目的を達成しないところに規制の趣旨が見出されることになる。そして、開示すべき事実が発生または決定されてから開示されるまでの間には、たとえどれほど開示を急いだとしてもタイムラグが発生することから、本来、適時開示制度等には根源的な機能的限界があり、「重要事実が発生したら直ちに開示せよ」という開示規制が、「開示するまで取引してはならない」という行為規制に質的転換を遂げるとものとして、インサイダー規制の趣旨を開示の限界を補完するものとして説明する⁶。このように、一般的に開示規制と行為規制とに分けて考えられてきた規制は、同じ理念のもとに一貫して考えるべきと解される。

今日では、米国においてディスクロージャー制度が導入された際には単なる理想にすぎなかった、企業の開示情報に投資者らが容易にかつ迅速にアクセスできる環境が現実のものとなりつつある。米国証券取引委員会(U.S. Securities and Exchange Commission 以下では、SEC という)も、完全な情報が企業から開示されることによって、投資者が行う投資判断はより一層証券の真実価値を反映することを指摘する⁷。したがって、上場企業が、証券市場を利用する以上、法や自主規制が求める開示事項のみならず、投資者にとって重要と判断されれば、積極的かつ適時に情報開示することが求められるはずである⁸。これに対して、現在の我が国における開示の迅速性を担保している臨時報告書制度と適時開示制度は、企業からの積極的な開示を十分に促すものかどうか疑問の余地が残る。むしろ法や自主規制によって要求される開示事項に当てはまらない情報は、たとえそ

⁴ 上村達男「証券取引法における開示・会計・監査の一般理論」企業会計 53 巻 6 号 (2001 年) 108 頁以下参照。

⁵ 迅速な情報開示が求められるとはいえ、企業は、自社が有する未公表の情報すべてを開示すべきとはいえない。上場企業が情報を開示するということは、単に投資者だけではなく、社会全体に対して情報を公開することになるため、自社の営業上の機密や、開示によりかえって不利益となるような情報も少なくないと考えられるからである。また、企業側に過度な情報開示を要求すると投資者は情報過多に陥って混乱し、かえって資本市場機能の発揮を阻害する可能性もある。

⁶ 上村達男「投資者保護概念の再検討—自己責任原則の成立根拠—」前掲注 (3) 12 頁、同「流通市場に対する法規制 (三) —インサイダー取引規制」企業会計 53 巻 10 号 (2001 年) 68 頁参照。

⁷ SEC の企業金融局長である Hinman 氏は、重要性概念に根差した、堅牢な開示制度が情報の非対称性を削減し、信頼における価格発見機能の基礎であることを繰り返し指摘しており、投資者が完全かつ透明な開示を受け取っていることに自信を持っているときには、市場はより効率的に運用され、資本コストが削減されるとしている。See SEC, Speech by William Hinman, *Applying a Principles-Based Approach to Disclosing Complex, Uncertain and Evolving Risks*, (2019)。

⁸ 同様の指摘は、コーポレートガバナンス・コード 基本原則 3 でもみられる。

の情報が投資者の投資判断にとって重要な影響を有していたとしても、企業から任意に開示される以外道がない状態にある。通常、企業が積極的に開示しない事由とは、一般に、当該企業にとってマイナスの影響を及ぼす情報であると想定される。そのため、開示事項に該当しなければ、開示しなくとも何らサンクションがないため、企業にとってマイナスな情報であればあるほど開示されにくい構造になっているとも考えられる。

そこで、本稿では、我が国における現状の臨時報告書制度と適時開示制度を考察することで、企業からの迅速な重要情報の開示を促すよう運用できるかどうかを検討する。まずは、我が国の臨時報告書制度の開示事由を確認し、我が国における重要事実概念との相違点や、不実開示に伴う役員らの責任についても検討を行う。その後、前稿において確認した米国の臨時報告書制度との比較をすることとする（Ⅵ）。次に、取引所規則⁹である適時開示制度と米国ニューヨーク証券取引所（以下では、NYSE という）に規定があるタイムリー・ディスクロージャー・ポリシーとの比較を行う（Ⅶ）。最後に、投資者にとって財務面のみならず非財務面の開示情報の重要性が指摘される昨今において、企業からリアルタイムでの積極的な情報開示が実現できるかという前稿において提起した問題意識を踏まえた結論を提示する（Ⅷ）。

Ⅵ. 我が国における臨時報告書制度

我が国では、有価証券報告書を提出しなければならない会社は、その会社が発行者である有価証券の募集又は売出しが外国において行われるとき、その他公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして、以下の「企業内容等の開示に関する内閣府令」（以下では、開示府令という）で定める場合に該当することとなったときに、遅滞なく内閣総理大臣に提出することが求められており、臨時報告書のうち重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若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場合（以下では、虚偽記載等という）には、その役員または提出会社等は虚偽記載に起因する損害を賠償する責任が生じる（金商法 24 条の 5 第 4 項、同 24 条の 5 第 5 項、同 22 条 1 項など参照。以下では、役員らのこうした民事責任について、金商法上の不実開示責任という）。

臨時報告書制度は、昭和 46 年の証券取引法改正により導入されたものであり、流通市場での開示を念頭に置くと、臨時に発生した重要な情報はその都度投資者に開示されるべきであり、そのような重要な情報を市場に遅滞なく提供することが求められるためという立法趣旨が説明された¹⁰。現在でも、投資者保護の観点からみても、情報を知らされないことによる不測の損害からの保護という点で臨時報告書制度の法定が説明されている¹¹。

⁹ 本稿では、我が国における取引所として東京証券取引所（以下では、東証という）を念頭に議論を進める。

¹⁰ 河本一郎・神崎克郎『問答式 改正証券取引法の解説』（中央経済社、1971 年）93 頁以下参照。

¹¹ 松尾・前掲注（2）162 頁、黒沼・前掲注（2）168 頁。久保幸年『金融商品取引法の開示規制』（中央経済社、2019 年）（以下では、久保 i とする）165 頁。また、黒沼・前掲注（2）172 頁、近藤ほか・前掲注（1）271 頁では、取引所の上場規則によるタイムリー・ディスクロージャーが臨時報告書の提出よりも早く上場会社

しかしながら、我が国の臨時報告書制度は、米国と比較すると、①提出事由が硬直的すぎる点、および②行為規制との関係性が薄い点といった問題点がある。①については、民事のみならず刑事面での法執行が伴うことによる明確性の要請が強くなされていること、②については、開示規制の目的とは投資家への情報開示であり、インサイダー取引の規制は政策的なものによるという、開示規制と行為規制の目的が必ずしもリンクして考えられてこなかったことが原因の一つであると思われる。さらには、虚偽記載等に関連して生じうる役員らの責任規定をめぐる議論も十分ではないように思われる。

そこで、以下では、なぜ我が国の臨時報告書制度では投資者にとって重要な情報が開示されにくい構造となっているのかを、(1) 臨時報告書提出事由の概要、(2) インサイダー取引規制の重要事実概念との関係性、および(3) 臨時報告書等に虚偽記載等がなされた場合における役員らの責任規定について順に検討することで明らかにしたい。しかる後に、臨時報告書制度の米国との比較を行い、米国では行為規制との関係性がどのように議論されているかを確認する。

1. 臨時報告書提出事由の概要

我が国における臨時報告書提出事由は、開示府令 19 条第 2 項各号に定められている。大要、①決定事実¹²、②発生事実¹³、③その他重要な事由（「財政状態・経営成績及びキャッシュ・フローの状況に著しい影響を与える事象」、いわゆるバスケット条項）に分類できる（紙幅の関係上、子会社等に関する臨時報告書提出事由は検討しない）。

これら提出事由の多くには定量的な基準が設けられており、たとえ上記事象が発生または決定されてもそれが直ちに、臨時報告書の提出事由に該当するというわけではない。たとえば、③バスケット条項には、当該事象の損益に与える影響額が、「最近事業年度の末日における純資産額の 100 分の 3 以上かつ最近 5 事業年度における当期純利益の平均額の 100 分の 20 以上」という定量的な基準がある（開示府令 19 条第 2 項 12 号）。これによって、たとえ当該事象は投資者一般から見た場合には重要なものと思われても、当該企業の規模が大きくなればなるほど、提出事由該当性を失う場面が多くなることが考えられる。

に情報の開示を求めるものであるところから、「①タイムリー・ディスクロージャーを怠ったりあるいは、虚偽の開示をした場合、それを隠すために臨時報告書を提出せず、またはこれに虚偽記載等をなした場合、民事刑事の責任や行政罰等が問われること、②タイムリー・ディスクロージャーに違反しつつ、臨時報告書に真実を記載すれば、タイムリー・ディスクロージャー違反が明らかになること」の 2 点を強調し、臨時報告書には、タイムリー・ディスクロージャーによる情報開示の真実性を最終的に担保する機能があるという大変重要な指摘をしている。

¹² 提出会社に係る有価証券等の募集又は売出しが行われる場合（募集または売出しの相手方が 50 名以上かつ発行価格または売出し価格の総額が 1 億円以上の場合）、募集によらない有価証券の発行決議など

¹³ 親会社または特定子会社の異動、主要株主の異動、重要な災害による損害、訴訟提起、株式交換、株式移転、吸収分割、新設分割、吸収合併、新設合併、事業の譲渡または譲受、代表取締役の異動、株主総会決議事項の決議、財務諸表監査、内部統制監査を行う公認会計士等の異動もしくは異動の決定、民事再生・会社更生・破産の申立て、重要な取立不能又は取立遅延のおそれが生じた場合など

2. インサイダー取引規制における重要事実概念との比較

我が国におけるインサイダー取引規制においては、内部者が、未公表の重要事実をその者の職務等に関し知ったときに、その事実が公表された後でなければ、売買等を行うことが禁止されている（金商法 166 条 1 項）。インサイダー取引規制の対象となる重要事実とは、上述した臨時報告書提出事由とは異なる概念である。即ち、上場投資法人等や上場会社等の子会社を除いて考えた場合、① 決定事実（金商法 166 条 2 項 1 号）、② 発生事実（166 条 2 項 2 号）、③ 決算情報の修正事実（166 条 2 項 3 号）、④ 上記①～③以外の「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実」に分けられる（166 条 2 項 4 号）。上記①②③の事実のほとんどには、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 49 条および 51 条によってそれぞれ軽微基準が設けられており、当該事実該当する場合でも、軽微基準に該当する場合には、重要事実ではなくなる（金商法 166 条 2 項柱書）。④の包括規定には、軽微基準は付されていないものの、このように、基本的には量的基準を前提として構成されている重要事実概念では、量的基準は満たさなくとも、質的にみて投資家に対する影響力の大きい情報を積極的に開示させることができず、規制の在り方の改善が必要であろう¹⁴。

そこで以下では、これら重要事実概念と上述した臨時報告書提出事由の概念上の区別について論じる。第一に、①決定事実を例とすると、「上場会社等の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定（公表されたものに限る。）に係る事項を行わないことを決定したこと」（金商法 166 条 2 項 1 号本文）という要件から明らかなように、「行うこと」（もしくは、行わないこと）の決定時に重要事実該当する情報とされることになり、この時点から当該情報に接している者は、有価証券等の売買等を行うことが禁止されることになる。ここでの「業務執行を決定する機関」とは、会社法所定の決定権限ある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことができる機関であれば足りるとされている¹⁵。これは、インサイダー取引規制では、誰の決定であればその事実が一般投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすかという観点から業務執行決定機関の意義が定められるからと説明される¹⁶。そのため、実質的な業務執行決定機関として位置付けられるそれぞれの会議体（常務会や、

¹⁴ 黒沼・前掲注（2）426 頁では、重要事実概念について個別列挙事項と包括事項を並列していることの構造的問題点を指摘し、個別列挙事項をなくし包括条項のみによって重要事実を定義する方向性を示しており、大変示唆的である。柿崎環「ガラパゴスに吹く風 フェア・ディスクロージャー規制の導入とスチュワードシップコード」監査 668 号（2017 年）53 頁以下では、個別列挙事項が導入された経緯として、インサイダー取引規制に伴う刑事罰の制定により明確性の要請が求められたためとしているが、包括条項が活用されている現在の法運用に関しては、大きな疑問点を提示しており、包括条項一本化の方向性と同一のものと思われる。さらに、個別列挙方式が抱える問題点については、黒沼悦郎ほか『フェア・ディスクロージャー・ルールブック』（金融財政事情研究会、2019 年）82 頁以下にもみられる。

¹⁵ 最判平成 11 年 6 月 10 日刑集 53 卷 5 号 415 頁。

¹⁶ 黒沼・前掲注（2）419 頁以下参照。もっとも同 420 頁以下では、「行うこと」の決定それ自体を重要事実と扱うように読める我が国の判例に対して、実現可能性の低い事実までも、重要事実として扱うとすると、正常な取引まで禁止することになり妥当ではないとし、当該決定が実現するかどうかという実現可能性までも要件として読み込むべきであるとする。

経営会議)や特定の役職者により決定されることとなった場合に、重要事実となるとされる。

これに対して、臨時報告書制度では、各提出事由が「行われること」が提出会社の業務執行決定機関により決定された場合に、遅滞なく開示することが求められている場合が多い(開示府令19条2項1号~11号参照)。かつての臨時報告書制度では、それぞれの行為(たとえば合併)に係る「契約が締結されたとき(契約が締結されることが確実に見込まれ、かつ、その旨が公表された場合を含む)」との規定ぶりが取られていた¹⁷。したがって、現行法の解釈としては、「行われること」の決定は、会社法により決議機関として定められている取締役会等で行われる場合を指すとされる¹⁸。

さらに、一部の項目を除き、そもそも、重要事実の中に含まれる決定事実・発生事実の多くは臨時報告書提出事由とはされておらず¹⁹、前述の③「決算情報の修正事実」も臨時報告書提出事由とされていない。また、対象事項は同一であったとしても、軽微基準等により、内容が異なるものもある。一例として、「合併」を挙げると、臨時報告書提出事由としては、純資産額の10%以上または売上高の3%以上の増加見込みのある場合が該当するのに対し(開示府令19条2項9号)、重要事実の場合には、純資産額の30%未満かつ売上高の10%未満の増加見込みに該当しない場合(取引規則府令49条1項6号)とされているなどの違いがある²⁰。

また、包括的な④バスケット条項に関しても、適用対象が異なる点、および臨時報告書提出事由としてのバスケット条項には、投資者の投資判断に及ぼす影響の範囲について、量的基準が設けられている一方、重要事実に関するバスケット条項には、「当該上場会社の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」という包括的な規定が置かれているのみであって、量的基準は設けられていないため、両者の対象とする情報は大きく異なることがわかる。

以上のように、臨時報告書提出事由と重要事実概念は、多くの点で一致しない。インサイダー取引規制と開示規制とは規制目的は異なるものの、そもそも規制対象情報たるものは、両規制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であると考えられる²¹。したがって、臨時報告書提出事由として重要事実も定められるべきという主張があり²²、立法面での解決を図るうえでは

¹⁷ 黒沼・前掲注(2)171頁。

¹⁸ 久保 i・前掲注(11)321頁。

¹⁹ 詳細については、久保 i・前掲注(11)322頁以下の分析を参照。

²⁰ 久保 i・前掲注(11)322頁。

²¹ 久保 i・前掲注(11)326頁。

²² 久保 i・前掲注(11)326頁。久保幸年『適時開示の理論・実務』(中央経済社、2018年)(以下では、久保 ii とする)296頁以下参照。久保幸年「公的規制と自主規制によるディスクロージャーの構成と課題—法定開示と適時開示—」宝印刷総合ディスクロージャー研究所編『金融商品取引法上のディスクロージャー制度に関する課題』別冊商事法務369号(2012年)145頁。

大変参考になると思われる²³。

第二に、インサイダー取引規制は、未公表の重要事実について適用されるため、当該行為規制が解除されるためには、重要事実が公表される必要がある。金商法では、この公表概念について、①金商法 25 条に定められる法定開示書類（自己株券買付状況報告書を除く）による公衆縦覧に供された場合（金商法 166 条 4 項）、もしくは、多数の者の知りうる状態に置く措置として政令で定める措置、即ち②報道機関に対して公開する方法、あるいは③当該重要事実を金融商品取引所に通知する方法（金融商品取引法施行令 30 条各項参照）を定める。①では主に有価証券報告書や臨時報告書等が想定され、③としては後述する適時開示制度が該当する。したがって、理論的には、インサイダー取引規制を解除するために、当該重要事実を臨時報告書にて開示するという方法がないわけではないと思われるが、重要事実概念は後述する適時開示制度と強い関係性を有しており、また、③の適時開示制度は、投資家が時間的に最も早く情報を入手できる手段でもあるから、実務では適時開示によってインサイダー取引の解除が行われることがほとんどである²⁴。

このように、我が国のインサイダー取引規制をみた場合に、重要事実の公表前に会社関係者が有価証券等の売買等をしなければ、インサイダー取引規制による罰則は課されないことになり、積極的に重要事実を開示するような規制は金商法上では規定されていない点が問題視されている²⁵。また、法定開示制度は行為規制とは切り分けられたうえで規律づけられており、金商法上、開示規制と行為規制が連続性を有しているとは十分評価できないように思われる。本来であれば、理念的には、開示規制と行為規制は、金商法の法目的に照らして、有価証券等の公正な価格形成を図るという同一の理念の下に整理されるべきであると思われるが、そのようなアプローチは取られていないのが現状である。

3. 臨時報告書に虚偽記載等がある場合の役員らの責任について

我が国では、臨時報告書等を含む継続開示書類の内容に虚偽記載等がある場合、当該書類の提出者である会社および、その会社の提出時の役員らに不実開示責任にともなう損害賠償責任が課されるほか（金商法 21 条の 2、金商法 24 条の 5 第 4 項、金商法 22 条の規定を準用する 24 条の 4 参照）、違反を行った者に対して課徴金や刑事罰が課される可能性もある（金商法 172 条の 4 第 2 項、197 条の 2 第 6 号）。このような様々なサンクションのうち、特に、金商法上の不実開示責任には、判例上多くの蓄積がみられる。継続開示書類の直接の提出者ではない役員らが、金商法上の不実開示責任を追及される可能性があるということは、虚偽記載等を防止する相当な抑止効果がある

²³ ただし、臨時報告書提出事由の中には、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など、投資者の投資判断への重要性というよりむしろ、投資者への周知に役立つものとしての情報も含まれているため、臨時報告書提出事由に重要事実該当しないものがあること自体は問題とならないとされる、久保 i・前掲注 (11) 372 頁以下参照。

²⁴ 松尾・前掲注 (2) 625 頁、黒沼・前掲注 (2) 429 頁など参照。

²⁵ 久保 i・前掲注 (11) 326 頁。

と思われるので、以下ではその意義について確認する。

まず、金商法上の不実開示責任の制度趣旨は、虚偽記載等は、投資家の投資判断に影響を与える企業開示情報に虚偽の記載等を行うことによって、公正な市場価格の形成を阻害し、有価証券市場の透明性・公正性を害する極めて悪質な行為であるため関係者に制裁を加えること、およびそのような重い責任を課すことによって、こうした虚偽記載等がなされないための抑止効果を生むことのほか、発行会社だけの責任では、投資者が被った損害を救済できないため、役員等もそれぞれの担当分野において責任を負うために設けられたと説明される²⁶。このような民事責任に対して役員らは、当該責任から免責されるために、「虚偽記載等を知らず、かつ相当な注意を用いたにもかかわらず知らず知ることができなかった」ことを証明する必要がある（金商法 24 条の 4 による 22 条・21 条 2 項の準用）。この場合の「相当の注意」の解釈には、一般的に、「各取締役が当該企業で占めている具体的な役割や地位に応じて検討される」という判例上の判断基準が確立している²⁷。もっとも、「相当の注意」を払ったことと認められるには、一般的に企業の業務を統括している取締役社長や財務担当取締役などは難しいとされており、それ以外の取締役らについても、単に与えられた情報を基に有価証券報告書の正確性を判断すれば足りるものではなく、役員らが病気であるとか、遠隔の地に居住していたこと、多忙であること、あるいは記載内容を理解する能力を有していないこと等は、責任の減免として認められないとされている²⁸。これは、会社の計算書類等の虚偽記載を実行した取締役や執行役のみ虚偽記載に起因する損害賠償責任を連帯で負う旨を規定する会社法 429 条 2 項の規定ぶりと対照的に、金商法における虚偽記載等に起因する民事責任は、条文上そのような限定がみられないことから明らかである²⁹。そして、そのような「相当の注意」を尽くしたかどうかは、金商法が相当な注意を尽くしたにもかかわらず知らず知ることができなかった場合に責任を負わせていることから明らかなように、金商法上の独自の注意義務を課していると評価すべきで、一般的な取締役としての善管注意義務からその注意水準を導くべきではないという指摘がみられる³⁰。裁判例においても、「相当な注意」の抗弁が認められた事例は限られており³¹、金商法上の不実開示責任が役員らには厳格に問われているといえる。

²⁶ 神田秀樹ほか編著『金融商品取引法コンメンタール 1—定義・開示制度 [第 2 版]』（商事法務，2018 年）[志谷匡史] 455 頁以下，近藤ほか・前掲注（1）194 頁参照。

²⁷ 東京地裁平成 21 年 5 月 21 日判時 2047 号 36 頁。黒沼悦郎「ライブドア株主損害賠償請求権訴訟東京地裁判決の検討〔下〕東京地判平成 21 年 5 月 21 日」商事 1872 号（2009 年）18 頁では、「相当の注意」とは取締役としての役割や地位に照らして判断され、技術担当取締役は代表取締役や財務担当取締役よりも「相当の注意」を用いたと認められやすいが、取締役として用いるべき最低限の「相当の注意」はその者の担当や地位にかかわらず一定のものであり、単に与えられた情報を基に有価証券報告書の正確性を判断しているだけでは、最低限の「相当の注意」を用いたことにはならないとする。

²⁸ 神田ほか・前掲注（26）458 頁参照。

²⁹ 藤川信夫「金融商品取引法における「相当な注意」の考察」商学集志 86 巻 4 号（2017 年）153 頁以下参照。

³⁰ 黒沼悦郎ほか座談会「不適切開示をめぐる株価の下落と損害賠償責任〔上〕」商事 1906 号（2010 年）17 頁 [黒沼悦郎教授発言]。

以上のように、金商法の不実開示が行われた場合、役員らの民事責任が肯定される場面が少なくないにもかかわらず、多くの上場会社では、金商法で要求される有価証券報告書が、取締役会における付議事項や報告事項とは必ずしもなっていないことを示すアンケート結果がある³²。ただし、上記アンケートは、あくまでも有価証券報告書の取締役会審議状況であり、臨時報告書の実務ではない。臨時報告書は、開示の迅速性を重んじるため、取締役会での付議・報告にそぐわない可能性がある。そうだとすると、仮に虚偽記載等がある臨時報告書が作成されたとして、臨時取締役会の場でも当該開示書類の内容等を審議ないし報告されなかった場合、どのようにして役員らは「相当の注意」義務を果たすことができるだろうか³³。

³¹ 東京地決平成 24 年 6 月 22 日金判 1397 号 30 頁では、転換社債型新株予約権付社債とスワップ契約を組合わせた資金調達スキームを行う際に、当該新株予約権付社債の手取金の使途の欄について、投資者に誤認を与えるような臨時報告書が作成されたが、当該臨時報告書は当該スキームに基づくスワップ契約を締結する決議を行った取締役会には付議・報告されなかった。そして、当該スキームに関与しておらず、当該取締役会を欠席した取締役には、その後発覚した虚偽記載等に関して、そのような虚偽記載等がなされるのではないかということは、相当な注意を払ったとしても困難であったと判示した。詳しくは、拙著「判批」法学研究論集第 50 号（2018 年）265 頁以下参照。他方、東京地判平成 25 年 2 月 22 日判タ 1406 号 306 頁では、財務に携わっていない取締役 A に対して、①職務分担がなされた取締役会において、②財務に携わっておらず、③取締役会に提出された会計にかかる報告書が創業者被告ら取締役によって、巧妙に虚偽記載等がなされており、監査法人からの無限定適正意見が付されたものであった場合に、当該 A は虚偽記載等について知らず、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつたと判示した。詳しくは、藤川信夫「コーポレート・ガバナンスコードと説明責任―株主総会のベストプラクティスならびに金融商品取引法における「相当な注意」の履行に係る判例の交錯、英国法における不実開示責任および米国ショートターミズム―」日本法学 82 巻 3 号（2016 年）572 頁以下、藤林大地「判批」金判 1479 号（2015 年）2 頁以下参照。

³² 監査役協会が行ったアンケート調査によると、上場会社のうち監査役会設置会社では約 78%、指名委員会等設置会社では約 57%、監査等委員会設置会社では約 78%の企業が、有価証券報告書を取締役に決議事項もしくは報告事項として付議しているとされる。この結果からも、約 2 割の企業（指名委員会等設置会社においては半数）が取締役会の場で、有価証券報告書等の内容を確認していないことになり、そのような状況では当該役員らが「相当な注意」を果たすことが難しくなるように思われる。詳細については、日本監査役協会「役員等の構成の変化などに関するアンケート集計結果―第 19 回インターネット・アンケート」監査 697 号（2019 年）参照。もっとも、河本一郎「証券取引法の基本問題：民事責任を中心として」神戸法学 21 巻 3・4 号（1972 年）244 頁では、有価証券届出書や目論見書、あるいは有価証券報告書等の内容の正確さについて、証券取引法（当時）上全取締役が、程度の差こそあれ責任を負わなければならない以上、これらの書類は取締役会の審議を経られるべきであると指摘している。また、黒沼・前掲注（2）239 頁でも、有価証券報告書を提出するに当たり、取締役会にこれを提出して承認を受けるなどの手続をとることを想定しているとする。これに対して、藤林大地「不実開示に係る取締役等の「相当な注意」に関する序論的考察―昭和四六年証券取引法改正時の学説を中心に―」商事 2165 号（2018 年）9 頁では、取締役会全員が責任主体とされているから、有価証券届出書等の作成・提出を取締役会審議事項とすべきとは必然的に導かれなるとし、取締役会等で審議することの機能的意義や有価証券届出書等の作成・提出という業務執行の位置づけ（会社法 362 条 4 項柱書参照）という観点から検討する必要があるとしている。

³³ たとえば、東京地決・前掲注（31）などを参考にすると、取締役会には付議または報告されていない開示文書の内容面における真実性を取締役自らがわざわざ確認したなどの注意を果たさない限り「相当な注意」の抗弁が認められる場面が少ないようにも思われるが、上場企業の社外取締役などを想定すると、そのような行動をとるのは極めてまれであるように思われる。また、臨時報告書制度は、公認会計士監査などが行われ

このようなギャップが生まれている理由は、金商法と会社法の関係性が一体となって議論されてこなかったことによる可能性がある。換言すれば、金商法が要求する開示文書と、それを作成するプロセスにどのように役員らが関与するのかという関係性が明確となっていない問題点がある。したがって、会社法 362 条各項に規定される取締役会専決事項と金商法上の不実開示責任の関係性を改めて議論する必要があるだろう³⁴。

4. 米国の臨時報告書制度との比較

Ⅱ. で述べたように、米国では、臨時報告書提出事由を徐々に拡大しつつ、その提出期限を短縮化しており、また、証券市場にリアルタイムで重要な情報を提供する方法を古くから模索してきた。米国では、臨時報告書の提出要件は、最終的に判例法を基礎におく重要性（Materiality）基準（「合理的な株主が投資判断に際して重要と考える相当の蓋然性があること」）が適用されるため³⁵、我が国の金商法の規定のような定量的な基準が置かれているわけではない。このような手法には、当該企業で発生した事象が投資者の投資判断にとって重要であるかどうかの判断の適正なプロセスの遂行を、その都度発行会社側に課していると評価することができる。また、上場企業等にリアルタイムでの開示を求めることを明文化した Sarbanes-Oxley Act（以下では、SOX 法という）の制定後に、その動きはより加速しており、規制に対応するため、米国の上場企業は、たとえ開示コストが上昇したとしても、社内に開示委員会を設置するなどの工夫によって、日々の開示業務を行っており、法律顧問弁護士やインハウス・ロイヤーを中心に、開示すべき重要性に該当するかどうかの判断（開示リスク）に対応できる体制が構築されつつある。

これに対して、Ⅵ.1. で述べたように、我が国では、臨時報告書提出事由のほぼすべての開示項目に定量的な基準が設けられており、定量的な基準によって開示事由に該当しない場合には、臨時報告書提出事由とはならないのに対し、米国では、SEC 職員による会計広報³⁶によって明確に示されるように、定量的な基準のみでは重要性基準を判断しない。したがって、米国の方が、臨時報告書提出事由が広く考えられていることがわかる。また、我が国では「遅滞ない」開示が求められ

ることではないため、財務面における専門的な知見からの監査証明が受けられない。したがって、その開示内容の正確性は、どのような情報やプロセスにしたがって臨時報告書が作成されたのかという、究極的には当該企業の情報管理体制を含んだ内部統制システムの正確性に委ねられると思われる。

³⁴ 令和元年改正会社法では、会社補償契約および D&O 保険（改正会社法 430 条の 2、同 430 条の 3）によって、過度な第三者責任の追及から取締役（主に社外取締役）を保護しようとする改正が行われた。しかし、本質的には、金商法上の不実開示責任と会社法上の対第三者責任の規定そのものの整理が求められる。たとえば、公開会社法要綱案第 11 案 3.11（取締役又は執行役等の第三者に対する不実開示責任）では、公開会社であれば、その取締役が負うべき対第三者責任は、当然に金商法上の不実開示責任である旨を明示しており、示唆的である。

³⁵ TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976).

³⁶ See SEC, Staff Accounting Bulletin No. 99: Materiality, Release No. SAB 99, 64 Fed. Reg. 45150 (1999).

ているにすぎない一方で、米国では、4営業日という明示的な提出期限が設けられている³⁷。

次に、具体的な開示項目だけを単純に比較するならば、我が国と米国の両方で開示事由とされている事由がある（監査法人の変更や、代表取締役の異動など）。一方で、我が国の臨時報告書提出事由には当たらないが、米国での提出事由となっているものがある。たとえば基本定款・付属定款の変更（Form 8-K Item 5.03）や、上場廃止（Form 8-K Item 3.01）などである。同様の内容は、我が国では、適時開示事項に該当するものであるため、法定の開示がなされるのではなく、取引所のルールにしたがって企業からの開示がなされる構造になっている（東京証券取引所有価証券上場規程（以下では、有価証券上場規程という）402条（1）vおよびan）。

また、米国では、Regulation S-Kによって、登録企業の役員らまたは同様の者に適用する倫理規則を策定したかどうか、倫理規則を策定していない場合、その理由を開示することが求められており、当該倫理規定の修正および廃止も臨時報告書の開示事項となっている（Form 8-K Item 5.05）。当該倫理規定とは、当該企業の役員らが、職務上の利益と個人の利益との衝突に直面した際の行動規範となり³⁸、さらには当該企業がSECに関連し、あるいは提出する報告書や文書を、完全、公正、適切、適時に、そして理解しやすい方法で開示すること、そして当該企業によってなされるプレスリリースなどの別の広報活動においても同様に開示することなどの³⁹、役員らにとっての行為規範として位置付けられるものである。したがって、「倫理」規定という名が示す意味は、単なる道徳の規定に留まるのではなく、むしろ上場企業の役員らにとっては、自らの行動を縛り、結果として当該企業のマネジメントにも影響を与えるような重要性のあるものであると考えられる。このような倫理規定に変更があった場合は当然ながら、投資者の投資判断に与える影響が高いことが予想され、これに対して米国では臨時報告書での迅速な法定開示を要請することによって、単なる役員らの行為規範では規制しきれないガバナンス分野への規制を開示規制の形でアプローチしていると評価もできる。このようなアプローチは、我が国にも参考になる部分があるように思われる。

前稿Ⅱ.2.においても確認したとおり、米国では定量的な基準のみをもって重要性の判断をせず、発行者側に当該事象の「重要性」を判断させるというシステムを構築してきた。一方、我が国では、そのような実質的な判断を行わず、形式的な定量性を基準としているため、資産規模の大きな上場企業になればなるほど、この定量的な基準が大きな壁となり、発生した事象は臨時報告書で開示されないと考えられる（ただし、これはあくまで臨時報告書という法定開示書類の形で、当該情報が開示されないことを意味するのであって、包括的なバスケット条項を有する適時開示制度に

³⁷ 我が国でも、1977年の米国における臨時報告書制度が改正された際に、提出期限を明確にすることによって、許容日数の限度があったほうが利用者にとっても便利であるという有用性が主張されていた。詳しくは、「アメリカの臨時報告書制度」証券352巻7号（1978年）13頁以下参照。

³⁸ 17 C.F.R. § 229.406(b)(1) (2018).

³⁹ 17 C.F.R. § 229.406(b)(2) (2018).

よって証券市場に開示される可能性を排除するものではない、後述参照)。さらには、米国ではこの重要性概念が、フェア・ディスクロージャー・ルールやインサイダー取引規制とも連動しており、開示規制と行為規制を一体的な概念によって運用しようとする姿勢がみられるが、我が国では、そのような関連性が希薄である点が問題であるように思われる。

5. 米国における臨時報告書制度をめぐる動向

米国では、2002年のSOX法制定後における臨時報告書制度の改正以降、目立った改正は行われてこなかった。しかし、2015年に発表された研究⁴⁰において、①臨時報告書の提出期限が4営業日とされていることから、開示事項が発生してから実際に当該企業によって開示されるまでにはギャップがあること、②その間に会社内部者や当該情報を知っている者が当該情報に基づき自社証券の売買を行い、利益を得ている可能性があること、などが指摘されたことから臨時報告書制度とインサイダー取引規制との横断的な規制を求める機運が高まっている。確かに、米国では、会社内部者が重要な未公表情報（Material Non-public Information）に基づいて取引することを法は禁じているものの、明文にてその間の取引を禁じるわけではないため、当該期間はグレーゾーンとされてきた⁴¹。この問題点を指摘したCarolyn B. Maloney下院議員（民主党）によって、SECに対して1年以内に次の規則制定を求める法案が提出されている。即ち、証券発行者に対して、Form 8-Kの1～6開示項目の発生時と公表時との間において、上級役員や取締役らが当該エクイティー証券の直接あるいは間接に売買や移譲を禁止するために合理的に定められたポリシー、統制および手続を確立し、維持することを義務づける規定である⁴²。

仮に法案が成立した場合には、米国において臨時報告書を作成しなければならないすべての企業が、上記ポリシー、統制および手続規定を自社内に整備する必要があり、これに違反がみられる場合には、SECによるエンフォースメントも考えられる。このような姿勢からも、米国では臨時報告書制度とインサイダー取引規制との関係性を一体的に捉えて議論を行い、いかにして資本市場の公正性を確保するかに取り組んでいることがわかる。

⁴⁰ See Alma Cohen, Robert J. Jackson, Jr. & Joshua Mitts, *The 8-K Trading Gap*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 524 at 1-10 (2015), <https://ssrn.com/abstract=2657877>. (2020年4月13日最終確認)

⁴¹ もっとも、米国でもこの間に取引を行うことについては評価が分かれており、完璧に合法と認めるものもいれば、臨時報告書提出期限内に未公表の重要情報を有している者が取引を行うことは、伝統的なインサイダー取引に該当するとする論者もいる。See Anne E. Beaumont, *8-K Gap: Next Big Thing in Insider Trading Enforcement?*, at 1-2 (2015), <https://www.fklaw.com/newsroom-publications-27.html>. (2020年4月13日最終確認)

⁴² 8-K Trading Gap Act of 2019, H. R. 4335, 116th Cong. § 10E(a) (b) (as passed by House, Jan 13, 2020).

6. 小括

我が国では、臨時報告書の開示項目のほぼすべてに明確な量的基準を置き、実務において機械的に適用することを許している。これと対照的に、米国では、「重要性」という判例基準を用いることで、開示書類を作成する提出会社側にその都度重要性の判断をゆだねている。一見したところ判断の明確性を欠くこのアプローチが長きに渡って堅守され続けている理由は、投資者にとって重要な情報とは、量的基準等によって一律に特定化できるのではなく、常にコンテキストに依存し変容していくものであると米国では考えているからであろう。特に、非財務情報のような量的基準にはなじまない情報の重要性が主張される現代においても、そうした理念のもと、重要性基準は色あせることなく存在している。

さらに、我が国では、開示規制と行為規制が別々の規制目的と考えられているため、開示項目のずれやそもそもの関係性が極めて薄いという問題点が指摘できる。しかし、米国では、それら概念が重要性の基準で統一的に規制されており、なおかつ臨時報告書制度とインサイダー取引規制のギャップについて昨今議論が起こっている。米国においては、臨時報告書提出期限の4営業日の間に潜在的に生じうるインサイダー取引の機会を減らそうとしており、これは、開示規制と行為規制とを一体として捉えたうえで証券市場の公正性を確保しようとする取組みの一つとみなすことができる。

ここまでの議論はすべて臨時報告書制度に関するものであった。以下では、適時開示制度についての日米比較を交えつつ検討することとする。

Ⅶ. 適時開示制度の日米比較

1. 我が国におけるタイムリー・ディスクロージャー制度

我が国では、金融商品取引所が上場規則等に基づき、上場会社に対してタイムリー・ディスクロージャーの義務を課している（有価証券上場規程402条）。金融商品取引所の定める自主規制は、法的拘束力を有さないソフトローであるが、その業務規程等の変更には金融庁長官の認可が必要であること（金商法149条1項、194条の7第1項）、および金融庁長官は、業務規程等に対して一定の場合、その変更その他監督上の必要な措置を命ずることが可能である（金商法153条、194条の7第1項）ことに鑑み、取引所は単なる自主規制機関ではなく、金商法の法目的を達成するための金商法上の機関であると解されている⁴³。

したがって、適時開示制度の制度趣旨は、一般的に、「投資判断にとって重要な事実が上場企業に生じた場合に、その事実を臨時報告書の公衆閲覧よりも迅速に開示させるものであり」、「重要事実が未公表のまま上場企業に滞留する時間を短縮することによって、インサイダー取引を防止する

⁴³ 上村達男「証券取引所の自主規制機能」証券アナリストジャーナル7号（2005年）39頁、柿崎環「市場構造再編とガバナンスの強化 実効性確保に向けた三つの論点」金融ジャーナル10月号（2019年）28頁以下参照。

ことを目的としている」⁴⁴とされるものの、ここでは発達した流通市場を念頭におくと日々の適時の情報開示を行うことがそれ即ち、「金融商品等の公正な価格形成を図る」ために必要とされるという考えが重要である。

まず、適時開示事項は、有価証券上場規程 402 条以下に規定される。即ち、上場会社の決定事実、発生事実、決算情報、業績予想、配当予想の修正等、子会社情報というような開示事項が細かく規定されており、それらについて詳細な軽微基準が設定されている（有価証券上場規程施行規則 401 条以下参照）。これらは上述した臨時報告書提出事由と同じものもあるが、その多くはインサイダー取引防止という適時開示の制度趣旨からも明らかなように⁴⁵、重要事実に基づく詳細に定められている⁴⁶。したがって、臨時報告書制度との関連性が低いことが指摘される⁴⁷。

ここで重要なことは、適時開示事項の決定事実および発生事実については、金商法 166 条以下に規定される重要事実概念と同じように、包括的なバスケット条項⁴⁸が定められているものの（有価証券上場規程 402 条 1 号 ar, 2 号 x）、量的基準が設けられていない点である⁴⁹。また、決定事実を例とすると、「前 3 号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」という規定振りとなっている重要事実概念についての包括規定とは異なり（金商法 166 条 2 項 4 号）、「掲げる事項（事実）のほか」という規定ぶりとなっている。ここでの「掲げる事項（事実）のほか」には、①適時開示の対象となる情報として個別列挙されている事項・事実そのものではないもの、または②当該個別列挙されている事項・事実そのものではあるものの軽微基準または重要性基準により開示対象とされないものを、をいうとされている⁵⁰。したがって、適時開示項目として列挙される事実はいくまでもガイドラインとしての役割を果たしているにすぎないとも考えられる。

たとえば、適時開示ガイドブックでは、バスケット条項のうち、決定事実については、①「重要事実」のバスケット条項（金商法 166 条第 2 項第 4 号）に該当する事実、②当該決定事実による

⁴⁴ 黒沼・前掲注 (2) 176 頁、近藤ほか・前掲注 (1) 275 頁など参照。また、重要事実が当該企業内に滞留する時間を短くすることで、①重要事実が外部に漏れ出て、潜在的なインサイダー取引が行われる可能性を低くしたい、②企業のレピュテーションリスクを回避したいという側面もあると思われる。

⁴⁵ 鈴木広樹『タイムリー・ディスクロージャー（適時開示）の実務』（税務研究会出版局、2006 年）15 頁、久保 ii・前掲注 (22) 58 頁など参照。

⁴⁶ 黒沼・前掲注 (2) 176 頁、近藤ほか・前掲注 (1) 276 頁。

⁴⁷ 久保 ii・前掲注 (22) 59 頁。

⁴⁸ 有価証券上場規程 402 条 1 号 ar には、決定事実について「a から前 aq までに掲げる事項のほか、当該上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事項であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」という規定が置かれている。他方、有価証券上場規程 402 条 2 号 x には、発生事実について、「a から前 w までに掲げる事実のほか、当該上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」という規定が置かれている。

⁴⁹ 久保 ii・前掲注 (22) 71 頁以下参照。

⁵⁰ 久保 ii・前掲注 (22) 69 頁。株式会社東京証券取引所上場部編『適時開示ハンドブック [第 14 版]』（株式会社東京証券取引所、2018 年）適時開示ハンドブック 325 頁、401-402 頁。

連結総資産の増減見込額が、直前連結会計年度の末日における連結純資産の30%以上の場合、③当該決定事実による連結売上高の増減見込額が、直前連結会計年度の連結売上高の10%以上の場合、④当該決定事実による連結経常利益の増減見込額が、直前連結会計年度の連結経常利益の30%以上の場合、⑤当該決定事実による親会社株主に帰属する当期純利益の増減見込額が、直前連結会計年度の親会社株主に帰属する当期純利益の30%以上の場合、⑥臨時報告書のバスケット条項による提出事由（開示府令19条第2項第12号又は19号）、が開示対象として掲げられている（発生事実に関しても同様の記載がある）⁵¹。しかし、適時開示ガイドブックのこのような量的水準はあくまでも目安であって、バスケット条項の適用対象情報を特定して規定したものではないとの指摘がなされている⁵²。したがって、適時開示事項とは、バスケット条項に着目すると、たとえ個別列挙されている開示事項（事実）には該当しない場合であっても、究極的には投資者の投資判断に著しい影響を与えるかどうかという点を上場企業側に判断させるような構造となっていると評価できよう⁵³。

次に、このような適時開示事項は、上場会社からTDnet（Timely Disclosure networkの略語）を通じて開示されなければならない（有価証券上場規程414条）。TDnetとは、インサイダー取引規制上の公表措置に係る法令要件を充足するために、東証が構築したインターネットサイトのことをいい、TDnetによる開示がなされたときに、インサイダー取引規制という公表措置が完了することになる（金融商品取引法施行令30条1項2号、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令56条）。これらの情報は、東証ホームページに常に記載されるほか、報道機関や情報ベンダーなどにも提供されるため、投資者からのアクセス性が十分に確保されている⁵⁴。

そのほか、タイムリー・ディスクロージャーの義務に違反した場合には、さまざまなエンフォースメント手段が用意されている。まずは、取引所に対する改善報告書の提出が求められ、公表措置

⁵¹ 決定事実について、株式会社東京証券取引所上場部編・前掲注（50）324頁参照、発生事実について同401頁参照。

⁵² 久保ii・前掲注（22）72頁。株式会社東京証券取引所上場部編・前掲注（50）325、401-402頁。

⁵³ 久保教授は、「バスケット条項による情報については当該事項・事実では包摂・評価され得ない別の重要な面等や質的重要性も踏まえて個々別々に情報の重要性を判断することが求められる」と指摘する。詳しくは、久保ii・前掲注（22）73頁参照。一方で、我が国の適時開示制度には、上場企業に、適時開示を遅らせることに対する正当な利益が認められていない点が批判されている。これは、上述したように重要事実概念について、我が国では、最判・前掲注（15）では「会社として株式の発行に向けた作業を開始する決定があれば重要事実が生じる」と解している一方、これと株式発行の取締役会決議が行われた段階で適時開示義務が生じると解されている適時開示規則とは、時間的にみて大きなずれが生じているからであるとされる。詳しくは、黒沼・前掲注（2）178頁以下、黒沼ほか・前掲注（14）83頁参照。

⁵⁴ もっとも、取引所グループは、適時開示情報ではない任意の情報を上場企業が開示する際にも、「投資者への情報の周知性に配慮し、できるだけTDnetにより開示することをお願いします」としている。しかし、適時開示事項に当てはまらないものは、多くの場合、企業のHPなどで自主的に開示されるにすぎず、投資者へのアクセスの平等性が問題となると思われる。詳しくは、日本取引所グループ「TDnetの概要」<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/tdnet/index.html>（2020年4月13日最終確認）参照。

が取られるほか、特設注意市場銘柄に指定するなどの措置が取られる可能性があり、違反が甚だしいときは上場契約の重大な違反として上場廃止の措置がとられることがある（有価証券上場規程 502 条・508 条・501 条 3 項・601 条 1 項 12 号参照）。さらには、取引所には、投資者の投資判断に重要な影響を与えるおそれがあると認められる情報が生じた場合、売買を停止することができる権限も有しているほか（東京証券取引所業務規程 29 条）、そのような情報のうち内容が不明確なものがある場合や、その他有価証券又はその発行者等の情報に関して、注意を要すると認められる事情があるときには、投資者に対して注意喚起を行うこともできる（同 30 条）。適時開示義務違反または適時開示に係る規定違反に対して、このように取引所に認められたさまざまなエンフォースメント手段は、法執行では実現できないような自主規制機関が持つメリット⁵⁵を十分に活用したものと評価できる。さらには、上場企業の役員らは適時開示情報について虚偽の公表を行わないよう配慮すべき注意義務を負うところ、役員らがこれを怠り虚偽の公表が行われ、それによって当該会社が発行する有価証券を取得した者に損害が生じた場合に、役員らに対して不法行為責任（民法 709 条）を認めた裁判例がある⁵⁶。以上のことから、我が国の役員らには、たとえ自主規制ルールといえど、適時開示義務違反が不法行為責任を導く可能性がある以上、虚偽の公表を行わないよう注意義務を尽くすことになり、結果として虚偽の公表が少なくなるという一定程度の抑止効は認められるものと思われる。

2. NYSE におけるタイムリー・ディスクロージャー制度について

NYSE の上場企業マニュアルでは、タイムリー・ディスクロージャー・ポリシーによって、NYSE に上場する企業は、少なくとも取引所取引の開始時刻の 10 分前までに「上場会社の証券の市場に重大な影響を与えることが合理的に予想され得るあらゆるニュースまたは情報」を迅速に開示することが求められる⁵⁷。したがって、NYSE に上場する企業は、判例法を根拠とする重要性基

⁵⁵ 黒沼・前掲注（2）393 頁以下では、自主規制が有するメリットとして、①当該業務を熟知するものが規制を行うので、实际的で妥当なルールが制定・執行される、②会員等や発行者が規制のコストを負担するので、国民にとって規制のコストを節約できる、③同業者間の商業倫理に基づいて法令よりも高いレベルの規制を実施することができる、ということを挙げる。

⁵⁶ 東京地裁・前掲注（27）では、適時開示制度による虚偽公表に基づく法的責任は特別に定められていないものの、「投資家が適切な投資判断を行う上で必要な会社情報が、迅速、正確かつ公平に提供されることは、流通市場における有価証券の公正な価格形成を確保する上で重要である。適時開示規則は、そのような趣旨に基づき、上場有価証券の発行会社（上場会社）に対して、重要な会社情報の適時開示を求めているものと理解され、適時開示において虚偽の事実を公表することは、有価証券の流通市場における公正な価格形成及び円滑な取引を害し、個々の投資家の利益を害する危険性の高い行為といわなければならない。そうだとすると、適時開示が法律に基づく公表でないことの一事をもって、虚偽公表をした上場有価証券の発行会社やその取締役等が法的責任を負わないものと解するのは相当ではない」と判断している。自主規制ルールであったとしても、適時開示制度において虚偽の公表を行う行為を、有価証券の流通市場における公正な価格形成を阻害する危険な行為と評価することから、適時開示制度の重要性が認識される。

⁵⁷ NYSE, Listed Company Manual Sec. 202.05 (2020)。また、NYSE では、具体的な開示項目は定められていない。

準と関連したこのニュースを即時に公開しなければならず、この適時開示制度を遵守することがNYSEに上場する際の上場契約（Listing Agreement）のもっとも重要かつ基本的な目的である⁵⁸。NYSEの適時開示制度の根幹には、すべての投資者が企業情報に平等かつ迅速にアクセスできなければならないという理念があるとされる⁵⁹。さらに、これら重要なニュースは、フェア・ディスクロージャー・ルールに則った方法によって開示されなければならず⁶⁰、ここでの開示手段では、電話、ファックス、手渡し、その他可能な方法で伝達されることが求められていたが、2015年に改正が行われた⁶¹。同改正により、最も迅速な手段（fastest available means）で開示されることがより強く求められるようになった結果、具体的には（1）SECに対して提出されるForm 8-Kやその他法定開示書類、または（2）少なくともダウジョーンズ、ロイター社、ブルームバーグ社といった報道機関へのプレスリリース等が挙げられている⁶²。

さらに、NYSEにおいて重要ニュースを開示する際には、当該情報を少なくとも10分前までに、NYSEのNYSE's Market Watch & Proxy Compliance部署に伝達しなければならないほか、2017年度には、重要ニュースを通常の市場終了時（東部標準時4時）以降に開示することが原則として認められないというルールが定められた⁶³。これは、当該情報が開示された後も、NYSEではない市場や市場外での取引は行われているため、そのような開示によりNYSEの終値と他の取引所での価格の違いが生じてしまうことを防止するためである⁶⁴。

3. 比較検討

第一に、NYSEにおける適時開示基準でも、臨時報告書制度と同様に判例法を基礎とする重要性の基準が用いられる。したがって、我が国において存在するような、適時開示事項のような硬直的な基準は存在せず、NYSEでは例示を行っている項目もあるものの、究極的には、投資者の投資判断にとって重要かどうかという基準が用いられることになる。また、NYSEにおけるタイムリー・ディスクロージャー・ポリシーでは、当該重要ニュースをフェア・ディスクロージャー・ルールに準拠しつつ、法定開示である臨時報告書やプレスリリースによる開示を求める建付けを取

⁵⁸ *Id.*

⁵⁹ 金原洋一「米国における適時開示」企業法学 11 卷（2009 年）258 頁以下参照。

⁶⁰ NYSE, Listed Company Manual Sec. 202.06(A) (2017).

⁶¹ See SEC, Release No. 34-75809 (2015), at 2; NYSE, *Amendments to the NYSE's Timely Alert Policy* (2015).

⁶² NYSE, Listed Company Manual Sec. 202.06(C) (2017). ただし、特定の状況下においては、企業に開示を遅らせることが許されている。たとえば新商品の開発のような例では、その実現可能性が低い段階での開示が要請されるわけではない。当該企業の目的達成を阻害する、あるいは競合他社にとって利益になる場合や、迅速な開示ポリシーに含まれない場合、当該判断はそれら企業の開発物についてのパブリックリリースをするタイミングに合わせて開示をすれば足りるとされている。NYSE, *supra* note 61 参照。

⁶³ NYSE, Listed Company Manual Sec. 202.06(D) (2017).

⁶⁴ See SEC, Release No. 34-81393 (2017) at 2-3; NYSE, *Issuance of Material News in the Period Immediately After the Official Closing Time for the Exchange's Trading Session*, (2017).

る。この規定振りからも明らかであるように、米国では法定開示制度と取引所規則が連続して捉えられていることがわかる。

他方、我が国における適時開示事項も、バスケット条項については、究極的には投資者の投資判断に著しい影響を与えるかどうかを基準となるため、同様の枠組みとなっているとも思われる。しかしながら、我が国では、Ⅵ. で確認したように、自主規制ルールの根底にあるべき法定開示制度自体には量的な基準が定められており、米国のような重要性基準には根差していない。むしろ、適時開示制度は、金商法が規定するインサイダー取引規制との関係性が強くフォーカスされてきたため、企業に開示を強制する法定開示制度との関係性が薄く、また、自主規制ルールであることも考慮すると、現状においては米国のような重要性基準に依拠した運用が上場企業で取られていくことは難しいと思われる。

第二に、我が国では、適時開示情報は、TDnetによる開示を求めているが、NYSEではそのような要請は見られないという違いがある。TDnetは、投資者らにとって情報へのアクセス性と一覧性に優れている点において、NYSEのシステムよりも利便性が高いと評価できる面もあるように思われる。

4. 小括

以上、我が国と米国の適時開示制度の違いを概観してきたが、我が国における適時開示制度は、量的基準の制約を受けないバスケット条項が存在するため、究極的には、重要性概念を有する米国における開示制度と近い性質を有するといえる。また、自主規制ルールであるものの、違反の程度によっては、役員らの不法行為責任を構成する可能性があるため、虚偽記載等を抑止する機能も一定程度は認められる。一方で、TDnet制度は、投資者の情報アクセスへの平等性という観点からみると高く評価できると思われる。さらには、適時開示制度は、金商法上の法目的から要請される自主規制ルールであるが、法執行にはない柔軟なエンフォースメントが可能であるという特性を活かすことができれば、硬直的な法定開示制度では十分に対応できない実質的な重要情報が企業から積極的に開示される可能性がある。

しかしながら、実際には、上述したバスケット条項には、適時開示ガイドブックによって、あくまでも目安としてではあるが、一定の基準が付されているため、実務上ではその基準に従った機械的な判断が行われている可能性が否めない。また、我が国の適時開示制度は、上述したようにインサイダー取引規制との関係性が高い一方、法定開示制度である臨時報告書制度との連携が十分にとられていない。さらに、Ⅵ. で確認したように、我が国における臨時報告書制度の開示項目は、量的基準を前提に構成されている。したがって、情報開示の主体である企業からすれば、開示が強制される法定開示制度でまずもって明確な基準に照らした判断を行うことになる。その結果、開示業務を担当する部署には、実質的な重要性を踏み込んで判断する体制が必要とされないため、適時開示制度においても同様に、量的基準を踏まえた機械的な判断を行わざるを得ないのではないかと思

われる。

この点、米国では、NYSEの自主規制にも重要性概念が浸透しており、連邦法と自主規制ルールを一体として証券市場のルールメイクがなされている点が特徴的である。2017年までの一連のNYSE規則改正からも明らかなように、NYSEでは情報開示を行うタイミングに焦点を当てて、投資者間での情報の平等な伝達が行なわれるように、そして出来る限り迅速に当該情報が市場へと伝わるように尽力していることが伺える。

VIII. おわりに

本稿では、法定開示制度と自主規制ルールという二つの側面から、我が国におけるリアルタイムベースかつ積極的な企業からの情報開示の実現を目的に、米国の諸制度との比較を行った。米国の上場企業では、前稿において確認したように、開示委員会を中心に、日々、実質的な重要性概念に基づく開示の要否を判断し、積極的な開示を迅速に行っている（持続的開示制度）。開示業務の多くは、執行役らやジェネラルカウンセルがそのメンバーを占める開示委員会にゆだねられることになるため、公正な開示を担保する開示委員会自体の独立性や、業務プロセスの効率性をどのように確保するのが次の課題とされており、監査委員会の監督に服することで補おうとしている⁶⁵。

他方で、我が国においてそうした持続的開示を実現するためには、本稿で指摘したような問題が多く残っていることがわかる。第一に、我が国における臨時報告書制度が米国と比較していても、開示事由が硬直的かつ行為規制との関係性も薄い点である。そもそも、我が国は、米国の諸制度を参考に開示規制や行為規制を整備してきた歴史があるものの、なぜこのような乖離をすることになったのであろうか。その理由は、金商法の目的論から構築した開示規制と行為規制とを一体的に捉える視点が十分に認識されなかったことや、明確性の要請により、ある程度明確な基準を設けたうえで包括規定を活用するという開示制度を構築してきた歴史があるためではないだろうか。たしかに、臨時報告書制度においては、虚偽記載等が生じた場合には法定のサンクションがあることに鑑みると、開示項目はある程度限定的にならざるを得ないことは理解できる。しかし、投資者にとって重要な情報とは、時代とともに変化していくものであって、単に量的基準を設けることで硬直的に特定し、重要性が高まったときにその都度法改正によって対応していたのでは、投資者のニーズに迅速に応えることはできないと思われる⁶⁶。そこで、VI.2.で指摘したように、臨時報告書提出事由を重要事実概念に接近させるというアプローチを取ることによって、この問題が解決できる可

⁶⁵ See Neri Buksan, Matt Posta and Leena Roselli, UNLOCKING THE POTENTIAL OF DISCLOSURE COMMITTEES 23-24 (Financial Executives Research Foundation, Inc., 2014).

⁶⁶ SECの企業金融局長官であるHinman氏は、重要性を中心とした米国のプリンシプルベースの開示要請が有する柔軟性によって、プレクジットや持続可能性といった緊急性のある問題にも、新たな事象が生じたことから当局によって継続的に開示規則を追加・改正することなく対応できることを指摘し、今後もこのプリンシプルベースのアプローチを継続していくことを明言している。SEC, *supra* note 7 参照。

能性はある。包括的な重要事実概念に従った臨時報告書の法定開示が強制されることになれば、積極的に重要事実が開示されることにつながるだろう。しかしながら、その場合にも、役員らの金商法上の不実開示責任に対してどのように配慮するかという困難な問題が残る。

第二に、自主規制ルールである適時開示制度と法定開示制度および行為規制との関係性が整理される必要がある。Ⅶ.3.において指摘したように、我が国の適時開示制度によって、量的基準を有しない包括的なバスケット条項と、東証等に認められている段階を踏んだ柔軟なエンフォースメントを上手く組み合わせることで、上場企業のディスクロージャーが積極的なものとなる可能性がある。昨今で主張がみられる非財務情報の重要性などは、量的基準では捉えられない部分が多いため⁶⁷、適時開示制度におけるバスケット条項のような包括的な重要性概念が活用される必要がある。しかしながら、そのためには、上述したように、自主規制ルールを支える金商法において、開示規制と行為規制を実質的な重要性概念に基づき一体となった規制を行う必要があり、まさに金商法の法目的を踏まえた議論からの規制の再構築が求められよう。

さらに、積極的な開示が行われるにしたがって、当該情報は投資者に偏りなく平等に開示される必要が出てくる。昨今我が国では、フェア・ディスクロージャー・ルール（金商法 27 条の 36 など）が策定されたが、①包括的な重要情報概念と本稿で取り上げた臨時報告書開示事由・適時開示事項との関係性、②フェア・ディスクロージャー制度で新たに認められた HP などでの開示を含めた新たな開示手段との整合性、③インサイダー取引規制等との連関性など、リアルタイムベースでの開示を推進していく上では避けることのできない論点为数多く残されている。これらについては次稿に譲りたい⁶⁸。

⁶⁷ 非財務情報の重要性が認識されるようになったのは、ESG 投資に代表されるように、中長期的な視点を有する投資者が、財務面だけでなく企業の持続可能性などを考慮にいれた投資判断を行う場面が多くなっていることに起因する。事業リスクや気候変動、ガバナンス情報などの非財務情報に重要な変更がある場合には、有価証券報告書の記載事項を訂正するまで待つのではなく、本文中に指摘したように適時開示制度におけるバスケット条項を広く活用し、迅速に市場へと開示されるべきであると思われる。

⁶⁸ 日本 IR 協議会「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針～フェア・ディスクロージャー・ルールを踏まえて～」(2018 年) 16 頁以下では、昨今導入されたフェア・ディスクロージャー・ルールでは、包括的な重要情報概念が導入されたことから、上場企業には自社のディスクロージャーポリシーの内容に加えて、情報開示委員会等を設置することで、重要情報の定義や考え方、開示の要件、「重要情報」か否かを判断するための基準や仕組みを検討するべきであると指摘されており、参考になる。