

2014年6月20日 全10頁

いわゆるスクープ報道と適時開示を巡って

「不明確な情報等に関する注意喚起」制度の導入

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 東証は、「開示注意銘柄制度」に代えて、新たな「注意喚起制度」を導入する業務規程等の改正を行い、2014年5月31日から施行している。
- 具体的には、(a)投資者の投資判断に重要な影響を与えるおそれがある不明確な情報が生じている場合、又は(b)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場合であって、その周知を必要と認めるときに、東証が投資者に対する「注意喚起」を行うというものである。
- いわゆるスクープ報道などがあつた場合にも、その内容の重要性などによっては、「注意喚起」がなされるものと考えられる。加えて、必要に応じて、上場会社に対する照会、開示の要請や、売買の停止なども組み合わせて行われることが考えられる。
- その意味では、今回の見直しは、直接、上場会社を規制するものではないものの、適切な開示を促す上で、一定の役割が期待されているようにも思われる。

はじめに

2014年5月22日、東京証券取引所（以下、東証）は、従来の「開示注意銘柄制度」に代えて、新たな「不明確な情報等に関する注意喚起」制度（以下、注意喚起制度）を導入する業務規程などの改正を行った¹。新たな制度は、2014年5月31日から施行されている。

これは、2012年12月に金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」が、「上場会社に係る重要事実についてスクープ報道がなされた場合、当該上場会社において、当該報道に関する事実についてより踏み込んだ情報開示が行われるよう検討することが求めら

¹ 東証の下記ウェブサイトに掲載されている。

(概要) <http://www.tse.or.jp/rules/regulations/b7gje6000000myd3-att/b7gje6000004kwqy.pdf>

(新旧対照表) <http://www.tse.or.jp/rules/regulations/b7gje6000000myd3-att/b7gje6000004kwqq.pdf>

れる」²との提言を行ったことや、2013年に、経営統合を巡って、一旦、報道内容を否定する開示を行ったにもかかわらず、2ヶ月後に肯定する開示（過去の開示の一部訂正）を行った事案が発生したこと³などを踏まえた議論を受けたものと考えられる。

もっとも、今回の改正自体は、あくまでも投資者に対する注意喚起、周知のための仕組みに関する技術的な内容であり、上場会社に対する適時開示義務や開示内容そのものを変更するものではない。ただ、新しい制度の運用を通じて、特に、いわゆるスクープ報道があった場合に、上場会社に対して適切な適時開示を促す効果はあるかもしれない。

本稿では、まず、今回の改正の内容を紹介し（「1. 注意喚起制度の概略」）、その後、新しい注意喚起制度の下での、いわゆるスクープ報道と適時開示を巡る論点（「2. いわゆるスクープ報道と適時開示のあり方」）を整理したい。

1. 注意喚起制度の概略

(1) 注意喚起制度と開示注意銘柄制度

新たな注意喚起制度（「(新) 注意喚起制度」）と、改正前の開示注意銘柄制度（「(旧) 開示注意銘柄制度」）を比較すると図表 1 のように整理できるだろう（改正後の業務規程 30 条、改正前の有価証券上場規程 506 条、同施行規則 502 条）。

両者には、投資者に対する注意喚起、周知のための仕組みという共通点はあるものの、その位置づけが大きく変更されていることがわかる。

「(旧) 開示注意銘柄制度」は、有価証券上場規程上の実効性確保手段（実効性確保措置）、すなわち、適時開示等の義務に違反した上場会社に対する一種のペナルティとして位置付けられていた。それに対し、「(新) 注意喚起制度」は、業務規程に基づく市場運營業務の一つとして、あくまでも投資者に対する周知を目的とする制度と位置づけられている⁴。

² 金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」報告書「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」（平成 24 年 12 月 25 日）p.12。金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1.html）に掲載されている。

³ 日本取引所グループ CEO 平成 25 年 6 月 18 日付記者会見要旨

（<http://www.jpx.co.jp/general-information/ncd3se0000000xzz-att/20130618.pdf>）参照。

⁴ 東証『「不明確な情報への機動的な注意喚起を行うための開示注意銘柄制度の改善に係る上場制度等の見直しについて」に寄せられたパブリック・コメントの結果について』（以下、「パブリック・コメント結果」）No. 1。
http://www.tse.or.jp/rules/comment/b7gje600000186jz-att/201404_jojo_a_comment.pdf

図表 1 注意喚起制度と開示注意銘柄制度

	(新) 注意喚起制度	(旧) 開示注意銘柄制度
根拠規程	業務規程	有価証券上場規程
位置づけ	投資者に対する周知を目的とする制度	実効性確保手段
発動要件	<p>次のいずれかに該当する場合であって、その周知を必要と認めるとき</p> <p>(1) 有価証券又はその発行者等に関し、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ている場合で、当該情報の内容が不明確であるとき（以下、「不明確な情報」）</p> <p>(2) 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（以下、「注意を要する事情」）</p>	<p>上場会社が会社情報の適時開示等を直ちに行わない状況にあると認められる場合において、当該事実が開示されていないことを周知させる必要がある場合（具体的には次の場合）</p> <p>(1) 決定事実、発生事実、決算情報などに基づく開示を直ちに行わない状況にあると認められる場合</p> <p>(2) 東証の照会に基づく開示要請、決算内容の訂正に基づく開示を直ちに行わないと認められる場合であって、次の a 又は b に該当するとき</p> <p>a 上場廃止の原因となるおそれがあると認められる情報又はこれに準ずると認められる情報が生じている場合</p> <p>b 投資者の投資判断に影響を与えるおそれがあると認められる情報が生じており、かつ、約定値段又は気配値段に相当の影響が生じている場合（売買停止を含む）</p>
解除要件	<p>解除の仕組みはない（必要に応じて、都度、注意喚起を行う）</p> <p>ただし、当日に複数回注意喚起を行う場合や、同一の不明確な情報に対して、翌営業日以降も連続して注意喚起を行う場合がある（注）</p>	<p>当該事実が開示された場合</p> <p>又は</p> <p>適時開示等に係る改善報告書の提出を受けた場合</p>

（注）東証「注意喚起制度の概要」p. 1。

<http://www.tse.or.jp/market/chui/b7gje6000004l6mb-att/b7gje6000004l6nu.pdf>

（出所）東証諸規程などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

「(旧) 開示注意銘柄制度」を実効性確保手段(実効性確保措置)として位置付けていたことの問題点について、東証は、次のように説明している。

※これまでの開示注意銘柄制度も、上場会社に適時開示すべき事実が生じている場合や不明確な情報が生じている場合において、投資者にその旨を周知して注意喚起を行うことを目的としておりましたが、適用の要件が厳格であること、上場会社に対する実効性確保措置のひとつとして位置づけられてきたこともあって、機動的かつ柔軟に発動することが困難となっていました。

※結果として、適用事例も極めて少なく、投資者に対する注意喚起の機能が十分に果たされてこなかったことを踏まえて、現在の開示注意銘柄制度に代えて、新たな制度を導入することとしています。

(出所) 東証「パブリック・コメント結果」No. 16 (脚注 4 参照)

こうした位置づけの変更を踏まえて、投資者に対する注意喚起、周知を行う要件(発動要件)も大きく見直されている。

「(旧) 開示注意銘柄制度」では、上場会社による適時開示等の義務違反が発動要件の一つとされている。開示注意銘柄への指定が、ある種のペナルティである実効性確保手段と位置づけられている以上、その発動にはペナルティを受けるべき上場会社の義務違反が必要であるということであろう。

それに対して、「(新) 注意喚起制度」では、「不明確な情報」又は「注意を要する事情」(図表 1 参照)が存在することが発動要件とされており、上場会社の適時開示義務の有無や、義務違反の有無は、発動要件とはされていない。つまり、市場の運営者として、投資者保護上、必要だと判断される場合に、機動的かつ柔軟に発動できる仕組みとなっている。

また、「(旧) 開示注意銘柄制度」は、対象となる銘柄を「指定」し、適切な事実の開示などがあった段階で「解除」するという仕組みであった。それが「(新) 注意喚起制度」は、必要に応じて都度、「注意喚起」を行う仕組みとなっている。つまり、「注意喚起」という状況が「解除」されるまで一定期間継続するのではなく、必要に応じて、複数回あるいは連続して、単発の「注意喚起」が行われるという仕組みになっている。これも、実効性確保手段として、ペナルティを受けるべき上場会社を特定のステータス(=「開示注意銘柄」指定)にとどめ置くのではなく、あくまでも投資者に対して必要に応じて注意喚起、周知を行う制度であることを踏まえたものと考えられる⁵。

なお、蛇足ながら、筆者は、以前、「上場廃止」措置について、金融商品取引所が持つ権限(強

⁵ なお、実務上は、東証のウェブサイトのフロントページ (<http://www.tse.or.jp/index.html>) に「注意喚起」に関する情報を、上場会社の適時開示等が行われるまで掲載することを通じて、不明確な情報の発生、解消がわかるような運用がなされているようである。

制調査権限などを持たない)、金融商品取引所による自主規制の特質(いわゆるソフト・ロー)、執行された場合の一般株主・投資者への影響などを考慮すれば、違反者に対する「懲罰」としてではなく、金融商品取引所が運営する市場の「品質管理」として運用するのが現実的だと論じたことがある⁶。すなわち、不心得者に対して、一律に懲罰を下すという機能(いわゆる「百罰百戒」)は、そもそも自主規制機関としての金融商品取引所に期待することは難しい。これは、むしろ、主として市場監督当局(金融庁、証券取引等監視委員会)や司法当局(裁判所、検察、警察)の役割と割り切るのが妥当であろう。その上で、金融商品取引所は、(違反者に対する懲罰よりも)主として規律違反行為によって毀損された市場機能を速やかに正常な状態に治癒・回復させることを中核的な役割として担うべきだと主張したのである。

もちろん、今回の「投資者に対する注意喚起、周知の仕組み」を、「上場廃止」措置と同列に論じることはできない。しかし、何のために投資者の注意を喚起するのかを考えた場合、上場会社の規律違反を懲罰的に世間に知らしめるためというよりも、不明確な情報の流布から投資者を保護し、毀損された市場機能を正常な状態に速やかに回復させるためと説明した方が、金融商品取引所の機能・役割・使命等に照らして、より説得力があるものと思われる。その意味で、筆者としては、今回の見直しを評価したい。

また、これも私見だが、ペナルティではなく、投資者保護上の仕組みと位置づけることは、実務面においても、「不明確な情報」などが生じたときに、上場会社に対する協力(=自主的な開示)の要請も含め、事態の迅速な正常化に向けた対応が進めやすくなるのではないかと思われる。投資者保護上の仕組みであれば、ペナルティと異なり、法令上、上場契約上の義務違反が上場会社に認められるか否かの議論に立ち入る必要がないため、迅速な発動が可能であり、上場会社としても受け入れやすいと考えられるからである。

(2) 「不明確な情報」、「注意を要する事情」とは

新しい制度の下で、投資者に対する注意喚起を行うのは、「不明確な情報」又は「注意を要する事情」が存在するときとされている。

このうち、「不明確な情報」については、「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、重要性が判断基準の一つとなることは示されているものの、それ以上の具体的な内容については、規則上、明記されていない。実際上の運用について、東証は、次のように述べて、適時開示上の軽微基準に該当するか否かではなく、個別事情に応じて判断するとの考え方を示している。

⁶ 拙稿「上場廃止について～懲罰か？ 品質管理か？～」(『大和総研調査季報』2012年春季号(Vol.6) pp.84-99、<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/securities/12070201securities.pdf>) 参照。なお、拙稿「上場廃止基準、特設注意市場銘柄の見直し」(2013年9月12日付レポート、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130912_007686.html) も参照。

※実際の運用に際しては、不明確な情報に含まれる事項が仮に事実であるとした場合に、有価証券上場規程に定める軽微基準に該当するか否かではなく、投資者の投資判断上重要なものであるかどうかについて、「不明確な情報の重要さ」、「情報と真実（照会によって把握された事情等）とのギャップ」、「情報の確からしさ」などの事情を考慮して、注意喚起の必要性を判断することを想定しています。

（出所）東証「パブリック・コメント結果」No. 9～13（脚注4参照）

これを踏まえて、「例えば、エクイティ・ファイナンスに係る情報、買収や経営統合に係る情報、『業績予想の修正等』として情報開示が必要となる決算に係る情報、法的整理や私的整理に係る情報、虚偽記載に係る情報等」⁷が、対象として想定されているようである。

他方、「注意を要する事情」については、「不明確な情報」には包摂されないものの投資者に対する注意喚起が必要となる場面が対象となるものと考えられる。具体的に、東証は、次のものを例示している。

※例えば、「決定事実、発生事実、決算情報又は業績予想の修正等の開示時期を過ぎているにもかかわらず、開示を行わない場合」や「投資者の投資判断を誤らせるおそれがある不明確な情報が発生しているにもかかわらず、当該不明確な情報について投資者による真偽の判断に資する情報開示を上場会社が行っていないと東証が認める場合」などが想定されます。

（出所）東証「パブリック・コメント結果」No. 14、15（脚注4参照）

(3) 注意喚起の方法

具体的な注意喚起の方法として、東証は「取引参加者への通知、報道機関への公表及び東証ホームページへの掲載等の方法」⁸により行うこととしている⁹。

⁷ 東証「注意喚起制度の概要」p. 1。

⁸ 東証「注意喚起制度の概要」pp. 1-2。

⁹ 東証ホームページ（ウェブサイト）については、フロントページ（<http://www.tse.or.jp/index.html>）のほか、下記のURLにも過去分（13ヶ月）も含めて掲載されている。

<http://www.tse.or.jp/market/chui/index.html>

2. いわゆるスクープ報道と適時開示のあり方

(1) 売買停止制度と開示要請制度

新しい注意喚起制度自体は、あくまでも投資者に対する注意喚起、周知のための仕組みである。すなわち、スクープ報道により、「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」不明確な情報が生じた場合、新しい注意喚起制度に基づき、「取引参加者への通知、報道機関への公表及び東証ホームページへの掲載等の方法」を通じて、投資者に対して注意喚起が行われる。スクープ報道があった場合における上場会社の適時開示義務や開示内容に、直接、関係するものではない。

しかし、スクープ報道によって不明確な情報が流布し、市場の機能（公正な価格形成、投資者保護など）が阻害されるおそれがあると判断された場合に、東証がとり得る方策は、注意喚起だけではない。

まず、そうした不明確な情報の発生（マスメディアによるスクープ報道など）が、「投資者の投資判断に**重大な**影響を与えるおそれがある」と判断されれば、東証は、その有価証券の売買を停止することができる（東証業務規程 29 条、売買停止）。実務上、東証が情報の発生を確認した時点から売買が停止され、原則、その上場会社が（発生している情報に関する）適時開示を行ってから 15 分経過後に売買が再開される取扱いとなっているようだ¹⁰。

加えて、東証は、必要があると判断すれば、流布されている情報の真偽などを上場会社に対して照会することができる。照会を受けた上場会社は、「直ちに照会事項について正確に報告する」ことが義務付けられている（東証有価証券上場規程 415 条 1 項）。そして、その照会に関する事実について、その上場会社が開示を行うことが「必要かつ適当」と東証が判断した場合には、東証の要請に基づき、その上場会社は「直ちにその内容を開示する」ことが求められる（同 2 項）。

なお、これらの対応・措置を発動する順序はケース・バイ・ケースで、必ずしも一定のフロー（手続の流れ）が存在するわけではないものと考えられる¹¹。ただ、いずれにせよ、これらの対応・措置を、適宜、組み合わせることを通じて、東証が、上場会社に対して、適切な開示を促していくことは、十分に、考えられるだろう。

¹⁰ 東証『会社情報適時開示ガイドブック（2013年7月版）』p. 32 参照。

¹¹ 例えば、東証「注意喚起制度の概要」は、「注意喚起の実施の判断は、売買停止の実施の判断とは別に行います」（p. 1）、「照会及び開示の要請は常に注意喚起に先立って行われるとは限りません。特に立会時間中に不明確な情報が発生した場合などは、機動的に投資者に注意喚起を行う観点から、上場会社への照会及び開示の要請に先立って注意喚起を行うことがあります」（p. 2）としている。「パブリック・コメント結果」No. 19 なども参照。

(2) 不明確な情報が発生した場合の開示のあり方

いわゆるスクープ報道などにより、不明確な情報が発生した場合、上場会社が、どのような開示を行うべきかについては、最終的には、ケース・バイ・ケースで判断せざるを得ないものと考えられる¹²。

東証は、この問題についての基本的な考え方として、次のような見解を示している。

上場会社としては、不明確な情報が発生した場合において、流布されている情報が事実に沿ったものであるときには、実際の状況などについて投資者の投資判断に資するよう適切に開示することが求められます。一方、当該情報の全部あるいは一部が事実と反しているときには、それを否定するなど適切に開示することが求められます。

……中略……

特に、自社以外の第三者との関係から真偽を明らかにする開示ができないという事態が生じないよう、第三者が関与する案件（買収や経営統合等）に係る交渉等を開始する場合には、あらかじめ当該第三者との間で、当該案件に係る報道又は噂が流布されたときには進行状況などの情報開示を行うことについて合意を得ておくことが望まれます。

さらに、不明確な情報の真偽を明らかにする開示を行った場合であって、その後、開示した内容について重要な進捗や変更があったときには、その内容について開示してください。

（出所）東証「注意喚起制度の概要」p. 2。

「投資者の投資判断に資するよう適切に開示すること」や「重要な進捗や変更があったとき」に追加的な開示を行うことが要求されるのは、スクープ報道などを通じて不明確な情報が流布したことで、支障を生じた市場の機能（公正な価格形成、投資者保護など）を回復・治癒するという観点からは、当然のことと考えられるだろう。

「買収や経営統合等」といった M&A についてスクープ報道がなされた場合の対応は、交渉相手が存在する案件だけに、特に、問題となることが多い。東証は、上記のように、このような事態に備えて、「報道又は噂が流布されたときには進行状況などの情報開示を行うことについて合意を得ておくこと」が望ましいとしている。ただ、M&A は、デリケートな案件だけに、こうした対応を現実にとることの可否については、意見が分かれるかもしれない。

なお、（新）注意喚起制度の導入後、本稿執筆時点において、注意喚起を受けて適時開示が行われた案件が 1 件確認できる。このケースでは、エクイティ・ファイナンスに関する報道を受けて、次のような適時開示がなされている。

¹² 東証上場制度整備懇談会において、不明確な情報に対する「望ましい開示例」を提示することが議論されたようであるが、最終的には見送られた模様である（東証上場制度整備懇談会第 35 回（平成 25 年 11 月 20 日開催）、第 36 回（平成 25 年 12 月 10 日開催）議事要旨（<http://www.tse.or.jp/listing/seibi/discussion.html>）参照）。

本日、一部報道機関におきまして、「〇〇、△△買収で初の公募増資××億円規模」との報道がなされましたが、当社が公表したものではありません。別途検討中である△△会社の買収を前提に、公募増資を含めた様々な資本調達手段の検討を行っていることは事実ですが、現時点で決定した事実はございません。

開示すべき事実を決定した場合には、適時適切に公表いたします。

(出所) 東証ウェブサイト (<http://www.tse.or.jp/market/chui/archives.html>)。なお、社名等は伏せている。

(3) いわゆる「ノーコメント」開示について

いわゆるスクープ報道などにより、「不明確な情報」が生じた場合に、上場会社として「ノーコメント」と対応すること（いわゆる「ノーコメント」開示）も許容すべきだとの主張が見受けられる¹³。その根拠としては、欧米でも許容されていることが挙げられることが多い。

もともと、欧米においても無条件に「ノーコメント」開示が認められるわけではないことには留意する必要があるだろう。例えば、米国の場合、「ノーコメント」開示が認められるためには、①情報がその企業から流出したものではない、又は②その企業が情報の出所ではあるが、その報道内容が正確であることが要件となると指摘されている^{14 15}。

EU の場合、インサイダー情報¹⁶が発生すれば、原則、適時開示を行うことが義務付けられており（市場阻害行為指令（Directive 2003/6/EC of the European Parliament and the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)）6条1項）、情報開示を遅らせることができるのは、（開示を行わないことが）公衆を誤認（mislead）させず、情報の秘密を確保できるなどの要件を満たす場合に限定されている（同6条2項）。そのため、「ノーコメント」開示が認められるのは、報道の内容が、そもそもインサイダー情報に該当しないようなケース（例えば、根拠のない噂（rumours）や推量（speculation）であって、自社が発信源となっていないもの）などに限られると考えられているようだ¹⁷。

¹³ 「パブリック・コメント結果」No.9、東証上場制度整備懇談会第35回（平成25年11月20日開催）議事要旨など参照。

¹⁴ 池田祐久「スクープ報道対応のグローバル実務」（『商事法務』No.2014（2013年11月15日号））pp.17-21。

¹⁵ なお、米国におけるスクープ報道では、「匿名を条件に語った〇〇の関係者によると」、「〇〇の関係者が匿名を条件に述べたところによると」など、取材源（＝情報の出所）が、ある程度、特定されているケースが多いことも念頭に置くべきだろう。

¹⁶ EUの市場阻害行為指令上のインサイダー情報（insider information）は、「公になっていない正確性（precise nature）をもった情報であって、直接又は間接に、一又は複数の金融商品の発行者若しくは一又は複数の金融商品に関係するものであり、かつ、それが公になった場合、当該金融商品の価格又は当該金融商品に関連するデリバティブの価格に重要な（significant effect）影響を及ぼす可能性があるもの」と定義されている（市場阻害行為指令1条1項）。わが国におけるインサイダー取引規制上の「重要事実」（決定事実・発生事実・決算に関する事実の列挙＋バスケット条項、軽微基準あり）とは、異なるものであることに留意する必要がある。

¹⁷ Committee of European Securities Regulators (CESR)（現 European Securities and Markets Authority (ESMA)）

その意味では、いわゆるスクープ報道があった場合において、上場会社が無条件に責任を回避できるための、いわば「免罪符」として「ノーコメント」開示を認めることは適切ではないと筆者は考えている。

「ノーコメント」開示を認めるのであれば、私見だが、「ノーコメント」という表現それ自体に、ある種の「メッセージ」（例えば、「現時点では何もいえないが、あえて報道内容を否定しない」という意味での「消極的肯定」、「いちいち対応する価値すらない」という意味での「強い否定」など）が込められていることを認めた上で、それを市場関係者が共有すること（コンセンサス）を前提とすべきだろう。もちろん、その後の状況の変化に応じて、適時、適切に更新・追加・訂正・補足などの開示を行うべきことはいうまでもない¹⁸。

“Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market” (http://www.esma.europa.eu/system/files/06_562b.pdf) 1.5、同 “Guidelines Market Abuse Directive Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market” (http://www.esma.europa.eu/system/files/09_219.pdf) 64-69 参照。なお、池田祐久「スクープ報道対応のグローバル実務」(『商事法務』No.2014 (2013年11月15日号)) (注36)～(注38)も参照。

¹⁸ 池田祐久「スクープ報道対応のグローバル実務」(『商事法務』No.2014 (2013年11月15日号)) p.23も、基本的には、「ノーコメント」開示を肯定する立場をとりつつも、「ただし、ノーコメント対応が市場において有効に機能する前提として、各企業が有効な社内開示統制を維持し、適正な開示を行っていることが必要となる。企業として *duty to correct* および *duty to update* を遵守し、必要な時に必ず訂正開示や補足開示を行うという前提でのノーコメントポリシーでなければ安心感は崩れてしまう」と指摘している。