

発行会社によるリスク情報の開示に関する一考察[†]

——有価証券報告書等の「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクの範囲——

西南学院大学
藤 林 大 地

I 序 論

1 問題の所在

有価証券届出書・目論見書、有価証券報告書、四半期報告書および半期報告書には「企業情報」の一つとして「事業等のリスク」という項目があり、「当該書類に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、経営者が連結会社の経営成績等（財政状態、経営成績及びキャッシュ・フロー）の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している主要なリスク（連結会社の経営成績等の状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項）について、当該リスクが顕在化する可能性の程度や時期、当該リスクが顕在化した場合に連結会社の経営成績等の状況に与える影響の内容、当該リスクへの対応策を記載するなど、具体的に記載すること¹⁾が求められる。

そして、有価証券報告書等に「記載すべき重要な事項の記載が欠けている」場合（法定事項不記載）には民事責任²⁾および課徴金³⁾の対象となるため、「事業等のリスク」の項目に記載すべき重要な事項の記載が欠けている場合には各責任主体は民事責任および課徴金納付義務を負うことになる⁴⁾。

[†] 本稿は、日本証券業協会 JSDA キャピタルマーケットフォーラム(第3期)の研究成果の一部である。本研究に当たり、同フォーラム参加者の方々から多数の貴重なコメントを頂いた。また、商事法務研究会・商法研究会および法の経済分析ワークショップにおいても多数の貴重なコメントを頂いた。記して心より御礼申し上げる。

1) 企業内容等開示府令・第2号様式・記載上の注意(31)a、同・第3号様式・記載上の注意(11)、同・第4号の3様式・記載上の注意(7)a、同・第5様式・記載上の注意(10)a。

記載に当たっては、「リスクの重要性や経営方針・経営戦略等との関連性の程度を考慮して、分かりやすく記載すること」が求められ、また、将来に関する事項を記載する場合には、当該事項は提出日現在において判断したものである旨を記載することが求められる(同・第2号様式・記載上の注意(31)a・c)。

2) 金商法17条、18条、21条、21条の2、22条、23条の2、23条の12第5項、24条の4、24条の7第4項、24条の5第5項。

3) 金商法172条の2、172条の4。

4) 「事業等のリスク」の項目のうちに「重要な事項について虚偽の記載」がある場合(虚偽記載)には、民事責任と課徴金だけでなく、刑事責任も問題となる(金商法197条1項等)。他方、同項目の記載事項について「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(誤導的不記載)には、民事責任のみが問題となる。なお、以下では、虚偽記載、法定事項不記載および誤導的不記載を併せて、「虚偽記載等」と呼ぶ。

従来、「事業等のリスク」の項目における記載の欠缺が争われた事件は乏しく⁵⁾、学説においても如何なる範囲のリスクについて如何なる程度に記載が求められるのかという問題は殆ど議論されてこなかった⁶⁾。

しかし、近時、発行会社の企業不祥事に関して「事業等のリスク」の項目の記載の欠缺が争われる事件が複数生じており、発行会社が抱えるリスクについて如何なる範囲・程度に記載が求められるのかという問題は現実の問題となっている。例えば、発行会社の企業不祥事が「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクに該当するとすると、「経営者は企業不祥事を認識していたにもかかわらず、『事業等のリスク』の項目における記載を怠った」として、企業不祥事の発覚後に金商法上の民事責任や課徴金納付義務の追及が行われることになる可能性がある⁷⁾。

また、投資者は法定事項不記載について民事責任を追及できるところ、「事業等のリスク」の項目は、投資者が有価証券の取得にあたって負担すべきリスクと負担すべきでないリスクを切り分ける機能を有することになる点で⁸⁾、かかる問題は理論的にも重要な問題である⁹⁾。

そこで、本稿では、(1) 企業内容等開示府令が「事業等のリスク」の項目の記載事項として規定している「当該書類に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している主要なリスク」の意義、および、(2) 「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクの範囲（「当該書類に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可

5) 唯一の公判裁判例として、東京地判平成 20 年 6 月 13 日民集 66 卷 5 号 2064 頁〔ライブドア事件〕がある。「事業等のリスク」の項目の記載事項に係る説明義務などが問題となった事件としては、東京地判平成 12 年 4 月 26 日金融・商事判例 1096 号 12 頁、東京高判平成 12 年 10 月 26 日判例時報 1734 号 18 頁〔ベレグリン債事件〕がある。

なお、「事業等のリスク」の項目の記載が問題となった事件ではないが、上場廃止リスクの開示が問題となった事件として、東京地判平成 19 年 9 月 26 日判例時報 2001 号 119 頁〔全日空対プリンスホテル事件〕がある。同事件では、株式持合い合意に基づき X 社が Y 社から A 社株式を取得するに際して、Y 社の代表取締役は A 社株式に上場廃止原因が存在することを説明すべき条理上の義務を怠ったとして、Y 社の会社法 350 条の責任が肯定されている(得津晶「判批」ジュリスト 1397 号 103 頁(2010 年)参照)。

6) 先行研究として、黒沼悦郎『金融商品取引法〔第 2 版〕』166-167 頁(有斐閣, 2020 年)、中村聡=鈴木克昌=峯岸健太郎=根本敏光=齋藤尚雄『金融商品取引法——資本市場と開示編——〔第 3 版〕』710-716 頁〔鈴木克昌〕(商事法務, 2015 年)、鈴木克昌=波多野圭治=宮田俊=青山慎一「記述情報開示の充実に係る法的論点と実務対応」商事法務 2218 号 36 頁、38-40 頁(2019 年)参照。

7) 米国では、Event-Driven Securities Litigation(災害や事故、リコールなどの「イベント」の発生後に当該イベントに関する事前の情報開示に問題があったとして証券取引所法規則 10b-5 などに基いて提起される訴訟)が増加している(John C. Coffee, Event-Driven Securities Litigation: Its Rise and Partial Fall, N.Y.L.J.(Mar. 20, 2019))

8) 「事業等のリスク」の項目に記載すべき重要なリスクが記載されていなかった場合、投資者は当該リスクの記載の欠缺と相当因果関係を有する損害の賠償を請求できるため、当該リスクの負担を部分的にせよ免れうることになる(後掲注(87)参照)。

9) 従来、「投資者は、有価証券発行者の経営危険に投資するのでその負担を覚悟すべきは当然であるが、有価証券報告書の虚偽記載から生じる不利益をも覚悟すべき地位にないのであって、有価証券報告書の虚偽記載によって損害を蒙ったときは、不法行為の一般原則に従って、有価証券発行者からも損害賠償の救済を受けることができる」と指摘されてきた(神崎克郎『証券取引法』292 頁(青林書院新社, 昭和 55 年)。なお、後掲注(39)参照)。

上記の指摘における「経営危険」の具体的意義は明らかではないが、企業不祥事に関する情報が「事業等のリスク」の項目の記載事項に該当するとすると、当該情報の記載の欠缺について民事責任を追及できることになるため、投資者は、負担を覚悟すべきであると従来考えられていたリスクについて、発行会社等による損害賠償を通じてその負担を実質的に免れられることになる可能性がある。

能性があると認識している主要なリスク」に該当するリスクは全て記載することが求められると解すべきか、あるいは発行会社に一定の裁量が存在すると解すべきか) について検討を行う。

2 想定事例

本稿が想定しているのは、例えば次のような事例である。

2022年5月1日、A社において、「A社のB工場において重大な法令違反行為が行われている」旨の内部通報が行われた。当該通報に係る情報は取締役会で共有され、調査が開始された。そして、同年6月1日、「全容は明らかではないが、B工場では重大な法令違反行為が実際に行われており、B工場で製造された製品について巨額の損害賠償責任が生じる可能性があり、行政上の制裁も課される可能性がある」旨が取締役に報告された。しかし、A社は、同年6月20日に提出した有価証券報告書の「事業等のリスク」の項目に当該法令違反行為に関する情報を記載しなかった。A社は、同年7月10日、B工場で発生した重大な法令違反行為について適時開示を行った。A社の株価は大きく下落した。

企業不祥事（法令違反行為、自主規制等の非法的規範や社会規範に反する行為、製品・サービスの欠陥、事故など）は、信用の低下や顧客の離散、損害賠償債務等の負担、許認可の取消しなどを招く可能性のある事象であり、「リスク」に該当すると考えられる^{10) 11)}。

A社のB工場で発生した重大な法令違反行為に関する情報が6月20日に提出された有価証券報告書の「事業等のリスク」の項目に記載すべき重要な事項にあたる」とすると、同有価証券報告書の

10) 厳密に言えば、企業不祥事がまだ発生していない場合には当該企業不祥事は「リスク」であるが、企業不祥事が実際に発生した場合には当該企業不祥事を原因とする事象(信用の低下や顧客の離散、損害賠償債務等の負担、許認可の取消しなど)が「リスク」となる。

なお、後者の場合、リスクについて説明を行うためにはその原因に言及することが必要となるため、企業不祥事の内容についても記載することが必要となると考えられる。

11) 経営成績等に重要な影響を及ぼすと考えられる事象が発生した場合(もはや「リスク」の段階に留まらない場合には、臨時報告書の提出が必要となる)ことがある。すなわち、連結会社の財政状態、経営成績およびキャッシュ・フローの状況に著しい影響を与える事象(連結財務諸表規則14条の9に規定する重要な後発事象に相当する事象であって、当該事象の連結損益に与える影響額が、当該連結会社の最近連結会計年度の末日における連結純資産額の100分の3以上かつ最近5連結会計年度に係る連結財務諸表における親会社株主に帰属する当期純利益の平均額の100分の20以上に相当する額になる事象)が発生した場合には、臨時報告書を遅滞なく提出することが必要となる(金商法24条の5第4項、企業内容等開示府令19条2項19号。かかる提出事由については、小西宏太郎「臨時報告書の提出事由の拡大」商事法務1162号40頁、44頁(昭和63年)参照。また、「事業等のリスク」の項目による開示と臨時報告書による開示の関係について、証券取引法研究会「平成15年の証券取引法の改正Ⅱ——ガバナンス情報・リスク情報・MD&Aの開示」証券取引法研究会編『平成15年の証券取引法等の改正』別冊商事法務275号17頁、25-26頁(商事法務、平成16年)参照)。

なお、有価証券上場規程402条(2)aからwの規定する事実以外の事実であって、上場会社の運営、業務もしくは財産また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事実が発生した場合には、直ちにその内容を開示することが必要となる(東京証券取引所・有価証券上場規程・402条(2)X。かかる開示事由の意義および適時開示に係る「重要事実」と臨時報告書の提出事由との関係等について、久保幸年『適時開示の理論・実務』66-74頁、288-299頁、473-478頁(中央経済社、2018年)参照)。

提出後に A 社株式を取得した投資者は、A 社やその取締役等に対して金商法 21 条の 2 や 24 条の 4 などに基づいて、「事業等のリスク」の項目における記載の欠缺によって被った損害の賠償を請求できることになる。また、A 社は、金商法 172 条の 4 第 1 項により、課徴金納付義務を負うことになる。

3 考察の順序・方法

本稿では、上記 (1) および (2) の問題について、次のような順序で検討を行う。

まず、Ⅱでは、上記 (1) の問題に関して、「事業等のリスク」の項目の記載事項に係る企業内容等開示府令の規定の検討を行う。次に、Ⅲでは、上記 (2) の問題に関して、「事業等のリスク」の項目の沿革を辿るとともに、同項目に記載すべきリスクについて判断した裁判例の検討を行う。そして、Ⅳでは、金商法上のリスク情報の開示制度について機能的な観点から検討を行い、上記 (2) の問題について筆者の見解を示す。

Ⅱ 「事業等のリスク」の項目の記載事項に係る企業内容等開示府令の規定

1 「事業等のリスク」の項目の記載事項

有価証券届出書・目論見書の「事業等のリスク」の項目の記載事項について、企業内容等開示府令・第 2 号様式・記載上の注意 (31) a は次のように規定している¹²⁾ (有価証券報告書については下記規定に準じて記載することが求められる¹³⁾。なお、四半期報告書および半期報告書についても下記規定と概ね同様の規定が置かれている¹⁴⁾。

「届出書に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、経営者が連結会社の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フロー（以下 a ……において「経営成績等」という。）の

12) 企業内容等開示府令・第 2 号様式・記載上の注意(31)b は、「提出会社が将来にわたって事業活動を継続するとの前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況その他提出会社の経営に重要な影響を及ぼす事象(以下 b において「重要事象等」という。)が存在する場合には、その旨及びその具体的な内容を分かりやすく記載すること。また、当該重要事象等についての分析・検討内容及び当該重要事象等を解消し、又は改善するための対応策を具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。」と規定している。当該項目は、継続企業の前提に関する注記に対応する項目として平成 21 年改正により導入された項目である。詳細については、平松朗＝谷口義幸「『継続企業の前提に関する注記』に係る財務諸表等規則等の改正」商事法務 1864 号 24 頁(2009 年)参照。

13) 企業内容等開示府令・第 3 号様式・記載上の注意(11)。

14) 四半期報告書については、「当四半期連結累計期間……において、四半期報告書に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、経営者が連結会社……の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している主要なリスク……が発生した場合又は前事業年度の有価証券報告書に記載した『事業等のリスク』について重要な変更があった場合には、その旨及びその具体的な内容を分かりやすく、かつ、簡潔に記載すること」と規定されており(企業内容等開示府令・第 4 号の 3 様式・記載上の注意(7)a)、半期報告書についても同様に規定されている(同・第 5 様式・記載上の注意(10)a)。

状況に重要な影響を与える可能性があると認識している主要なリスク（連結会社の経営成績等の状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項をいう。以下 a)において同じ。）について、当該リスクが顕在化する可能性の程度や時期、当該リスクが顕在化した場合に連結会社の経営成績等の状況に与える影響の内容、当該リスクへの対応策を記載するなど、具体的に記載すること。記載に当たっては、リスクの重要性や経営方針・経営戦略等との関連性の程度を考慮して、分かりやすく記載すること。」

このように「事業等のリスク」の項目に記載が求められるリスクは、(1) 当該開示書類に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、(2) 経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があると認識している、(3) 主要なリスク（投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項）であり、①当該リスクの内容、②当該リスクが顕在化する可能性の程度や時期、③当該リスクが顕在化した場合に連結会社の経営成績等の状況に与える影響の内容、④当該リスクへの対応策などについて具体的に記載することが求められる¹⁵⁾ ¹⁶⁾。そこで、2では、(1)～(3)についてそれぞれ検討を行う。

なお、「『事業等のリスク』の項目は義務的な記載項目か任意的な記載項目か」という基礎的な問題が存在するが、この点に関しては、他の項目と同様、「記載すること」という記載を命じる文言が使われており、如何なる範囲のリスクの記載が求められるかは別として、義務的な記載項目であると考えられる¹⁷⁾。

15) リスク情報は、経営者による評価・検討の結果として導かれる「意見」である。したがって、リスク情報の記載時点において当該記載に関して経営者が合理的な根拠を有していた場合には、記載した内容とは異なる結果等が生じたとしても、「虚偽の記載」には該当しない(藤林大地「コーポレート・ガバナンスに関する情報の不実開示に対する責任法制」青山アカウンティング・レビュー 9号 47頁, 48頁(2019年)参照。また、金融庁「『企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)』に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」No.16(平成31年1月31日)参照)。

16) 「事業等のリスク」の項目には如何なる内容の記載が求められるかという点が問題となるが、①～③については記載が必要となると考えられる。もっとも、②や③に関して具体的な評価・判断を行うことができない場合には、その旨を記載すれば足りるものと解される。また、④については、対応策が定まっている場合には記載が必要となると考えられる(金融庁「新型コロナウイルス感染症の影響に関する記述情報の開示 Q&A—投資家が期待する好開示のポイント—」45頁(令和2年5月29日)参照)。

なお、金融庁「記述情報の開示に関する原則」11頁(平成31年3月19日)、金融庁「『記述情報の開示に関する原則(案)』に対する主なパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」No.28(平成31年3月19日)、藤岡由佳子＝前田和哉＝國分優子「『記述情報の開示に関する原則』および『記述情報の開示の好事例集』の解説」商事法務 2196号 13頁, 22-23頁(2019年)参照。また、金融商品取引法研究会「民事責任・エンフォースメント」金融商品取引法研究会研究記録 26号 39-40頁(2008年)、鈴木ほか・前掲注(6) 38-40頁参照。

17) 金融庁も、「事業等のリスクの記載が虚偽記載に該当するかどうかは個別に判断すべきと考えられますが、提出日現在において、経営者が企業の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があると認識している主要なリスクについて敢えて記載をしなかった場合、虚偽記載に該当することがあり得ると考えられます。」という回答を行っており、義務的な記載項目と考えていることが伺われる(金融庁・前掲注(15)No.16)。なお、同回答の末尾の「虚偽記載」は、具体的には法定事項不記載を指すものと解される。

2 企業内容等開示府令の各要件の検討

(1) 「当該開示書類に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち」の意義

企業内容等開示府令は、「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクについて、「当該開示書類に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち」という限定を付している¹⁸⁾。したがって、有価証券報告書等に記載されている事項に関係しないリスクについては、記載義務は生じない¹⁹⁾。

例えば、有価証券報告書には「事業の内容」という項目があり、発行会社が行っている事業の内容が記載されるため、当該項目に記載された事業に関するリスクについては記載義務が生じうることになる。

(2) 「経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している」の意義

「事業等のリスク」の項目に記載が求められるのは、「経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している」主要なリスクに限られる²⁰⁾。この点に関して、企業内容等開示府令は「連結会社」の意義を定義するだけであり²¹⁾、「経営者」の意義などが問題となる。

まず、「経営者」については²²⁾、企業内容等開示府令が別の項目において「経営者から独立した者」という概念を用いており（第2号様式・記載上の注意（23-8））、そして、企業内容等開示ガイドラインではその例として「社外取締役、社外監査役、監査等委員会、監査委員会又は第三者委員会」

18) これは、昭和58年改正において、「従来の記載上の注意により、届出書の事業の概況等に記載されていたものの中から、投資の危険度に関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項をピックアップして……まとめて分かりやすく記載する」項目として（堀越・後掲注(42)25頁）、「事業の概況等に関する特別記載事項」の項目（現在の「事業等のリスク」の項目）が設けられたことに由来する。

19) 「関する」の意味次第ではあるが、有価証券報告書等には様々な事項が記載されるため、「当該開示書類に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち」という限定が実際に限定として機能することは少ないのではないと思われる。

20) 経営者がその存在を認識していないリスクについては、有価証券報告書等のその他の記載事項における記載との関係で、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」として記載が求められることになる可能性があるという指摘がある（日本取引所グループ金融商品取引法研究会「平成30年6月金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告関連の開示充実策」21頁〔加藤貴仁発言（2021年）〕）。

この点に関しては、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」として経営者がその存在を認識していないリスクの記載が求められることがあるとすると、企業内容等開示府令が記載すべきリスクを「経営者が認識しているリスク」に限定した意義が失われるため（後掲注(27)・(29)参照）、経営者がその存在を認識していないリスクについて、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」として記載義務が生じることはないと思われ。

21) 「連結会社」とは、連結財務諸表規則2条5号に規定する連結会社、すなわち、連結財務諸表提出会社および連結子会社をいい（企業内容等開示府令1条21号の4）、連結ベースで記載を行うことになる（金融庁・前掲注(15)No.9）。

22) 企業内容等開示府令において「経営者」という概念は、「経営方針、環境及び対処すべき課題等」、「事業等のリスク」および「経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」の項目で用いられている。また、「大規模な第三者割当の必要性」の項目では、「経営者から独立した者」という概念が用いられている（第2号様式・記載上の注意（23-8））。同項目については、谷口義幸＝宮下央＝小田望未「第三者割当に係る開示の充実等のための内閣府令等の改正」商事法務1888号4頁、7頁（2010年）参照）。

が挙げられていること²³⁾に鑑みれば、業務執行権限を有する取締役や執行役を指す概念であると解される²⁴⁾²⁵⁾。

次に、企業内容等開示府令は、経営者が「連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している」主要なリスクの記載を求めており、経営者の主観が基準となる旨を規定している²⁶⁾。したがって、「事業等のリスク」の項目に記載が求められるのは、経営者がその存在を実際に認識しているリスクに限られる²⁷⁾²⁸⁾。換言すれば、経営者がその存在を「認識すべきであった」リスク（内部統制システムの構築・運用に問題があったためその存在を認識できなかったり

23) 金融庁企画市場局「企業内容等の開示に関する留意事項について(企業内容等開示ガイドライン)」／C個別ガイドライン／II「株券等発行に係る第三者割当」の記載に関する取扱いガイドライン(2)・④・ハ(令和3年2月)。

24) 企業内容等開示府令は「代表者」(第4号の2様式・記載上の注意(3)等)や「最高財務責任者」(第4号の2様式・記載上の注意(4))という概念も用いているところ、「経営者」は、「代表者」や「最高財務責任者」よりも広い概念であると解される。

なお、「経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」の項目では、平成30年改正までは、「経営者」ではなく「代表者」という概念が用いられていた。この点については、「MD & Aに記載されるべき経営成績等の状況に関する十分な分析・検討は、経営者の視点からなされるべきものであるとの考え方」の下、改正前においても、企業の責任者である『提出会社の代表者』による分析・検討内容の記載を求めてきた。しかしながら、現在の開示の状況については、経営者の視点による分析・検討が欠けている例が多いとの指摘があり、……MD & Aの記載内容の明確化の観点から、規定を『提出会社の代表者』から『経営者の視点』に変更している。」との解説がなされている(大谷潤=上利悟史=堀内隼=岡村健史「企業内容等の開示に関する内閣府令等改正の解説——非財務情報の開示充実等——」商事法務2163号4頁、5頁(2018年)。また、金融庁『「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令(案)」等に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方』No.3(平成30年1月26日)参照)。

同改正については、「『代表者』の方が『経営者』よりも狭く限定的な概念であろうと推察されるが、制度導入時から海外のMD&Aの実例が参考にされたものであるから、制度変更というよりは制度趣旨の明確化のための文言変更と評価すべきであろう。」と指摘されている(中村慎二「有価証券報告書における開示内容の合理化および充実に関する企業内容等開示府令の改正」ディスクロージャー & IR 第5号1頁、9頁注18(2018年))。

25) これらの者は発行会社の業務執行を担当する者であるところ、リスクの重要性を評価するための能力や知識などを有していると考えられる。この点で、本文の解釈は妥当なものと思われる。

26) 金融庁・前掲注(16)11頁においても、「事業等のリスクは、翌期以降の事業運営に影響を及ぼし得るリスクのうち、経営者の視点から重要と考えるものをその重要度に応じて説明するものである。」とされている。

27) 経営者がその存在を認識していないリスクについても記載義務が生じるとすると、リスクの記載の欠缺については巨額の損害賠償責任が追及される可能性があるところ、リスクの認識に漏れないようにするために発行会社はリスク管理体制(事業上のリスクを把握・管理するための体制)の構築・運用に多大な費用を投じることになり、結果的に当該費用がリスク情報開示の便益を上回ることになることが懸念される。また、リスクの中には調査を行ってもその存在を認識できないものが存在する(例えば、発行会社の主力製品の競争力を失わせる製品が競合会社で開発されようとしていることは、発行会社には認識ができないリスクである)。そして、金商法18条の責任や課徴金は故意・過失を要件としていないため、発行会社等に過失がなかったとしてもそれらの責任を免れることはできない。これらの点で、企業内容等開示府令が記載すべきリスクを経営者がその存在を実際に認識しているリスクに限定していることは合理的であると考えられる。

28) 経営者がリスクの存在を認識していたか否かが訴訟で争われる場合、リスクの存在の認識の有無は、通常の経営者を基準として、訴訟上明らかとなった事実に基づいて判断されることになる。See *Silverstrand Investments v. AMAG Pharmaceuticals, Inc.* 707 F.3d 95, 103-04 (1st Cir. 2013), cert. denied, 571 U.S. 941 (2013)。

スクなど)については記載義務は生じない²⁹⁾。

なお、企業内容等開示府令は経営者が「連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している」主要なリスクの記載を求めているため、客観的には重要なリスク(連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があるリスク)であっても、経営者が重要なリスクではないと評価した場合には記載義務が否定されることになるのが問題となる³⁰⁾³¹⁾。この点に関しては、経営者がリスクの重要性を認識していたか否かが訴訟で争われる場合、リスクの重要性の認識の有無は、通常の経営者を基準として、訴訟上明らかとなった事実に基づいて判断されることになるため、経営者がリスクの重要性について不合理な評価を行っていた場合には、「リスクの重要性を認識していた」と判断されることになる可能性があると考えられる³²⁾。

なお、経営者が「連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」という認識を形成するためには、リスクの存在や内容、規模などを一定の確度をもって判断できる状況が存在していることが必要となるため、通常は、発行会社において一定の調査が行われた後でなければ、経営者の「認識」は肯定されないことになると考えられる。また、企業内容等開示府令の文言に鑑みれば、「事業等のリスク」の項目は、経営者が認識している主要なリスクの記載を求めるもの過ぎず、経営者に対してリスクの積極的調査義務を課すものではないと考えられる³³⁾。

(3) 「主要なリスク」の意義

「事業等のリスク」の項目に記載が求められるリスクは「主要なリスク」であり、企業内容等開

29) 経営者がその存在を認識していないリスクについては記載義務は生じないとすると、リスクの把握に係る経営者のインセンティブが低下しかねないことが問題となる。もっとも、経営者は、会社法上、善管注意義務の一内容としてリスク管理体制を構築・運用する義務を負っている。そして、同義務に違反した場合には株主代表訴訟等を通じて損害賠償責任を追及される可能性がある。したがって、経営者がその存在を認識していないリスクについては記載義務は生じないとしても、リスクの把握に係る経営者のインセンティブは低下しないと考えられる。

また、金商法の開示制度の目的は、投資者に対して投資判断に必要な情報を提供することによって公正な価格形成を図り、資源の効率的な配分を達成することにあるのであり(金商法1条、黒沼・前掲注(6)17頁)、経営者にコーポレート・ガバナンスの向上に係るインセンティブが発生することは開示制度の間接的な効果に過ぎない。

なお、経営者がその存在を「認識すべきであった」リスクについても記載義務が生じるとすると、リスクの記載の欠缺については巨額の損害賠償責任が追及される可能性があり、また「認識すべきであった」と後知恵的に評価される可能性への懸念から、リスクの認識に漏れがないようにするために発行会社はリスク管理体制の構築・運用に多大な費用を投じることになり、結果的に当該費用がリスク情報開示の便益を上回ることになることが懸念される。この点で、企業内容等開示府令が記載すべきリスクを経営者がその存在を実際に認識しているリスクに限定していることは合理的であると思われる。

30) 日本取引所グループ金融商品取引法研究会・前掲注(20)21頁〔小出篤発言〕、黒沼・前掲注(6)166頁、鈴木ほか・前掲注(6)38頁、宮田俊「ESGと開示」商事法務2257号15頁、20頁(2021年)。

31) リスクの重要性の判断の主体は経営者であるが、重要性の判断の基準は「連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性」の有無(「投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項」か否か)である(藤岡ほか・前掲注(16)17頁参照)。

32) リスクの重要性は客観的な視点から判断されるという趣旨と解される見解があるが(日本取引所グループ金融商品取引法研究会・前掲注(20)21頁〔若林泰伸発言〕)、企業内容等開示府令の文言に反する点で疑問がある。もっとも、本文において述べたように、リスクの重要性の認識の有無は、通常の経営者を基準として、訴訟上明らかとなった事実に基づいて判断されることになるため、大きな相違は生じないと思われる。

33) 積極的調査義務を肯定することは、経営者がその存在を「認識すべきであった」リスクについて記載義務を課することと同義である。この点で、企業内容等開示府令が積極的調査義務を規定していないことは合理的であると考えられる(前掲注(29)参照)。

示府令は、「連結会社の経営成績等の状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項」として、例示を行うとともに抽象的・包括的に規定している。

そのため、「投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項」に該当するリスクについては全て記載しなければならないのが問題となる。

この点に関して興味深いのは、企業内容等開示ガイドラインの個別ガイドライン（「事業等のリスク」に関する取扱いガイドライン）の次の規定である³⁴⁾。

「開示府令第二号様式記載上の注意（31）a、第四号の三様式記載上の注意（7）a及び第五号様式記載上の注意（10）aに規定する『事業等のリスク』の記載例としては、おおむね以下に掲げるものがある³⁵⁾。なお、記載例とは別種の事項についても、投資家に誤解を生ぜしめない範囲で会社の判断により記載することを妨げるものではない。」

このように企業内容等開示ガイドラインは、「記載例」が示されている事項とは別種の事項の記載については発行会社の裁量に委ねられているものとも解しうる書き振りとなっている。

そこで、Ⅲでは、「事業等のリスク」の項目の趣旨について検討を行うために同項目の沿革を辿るとともに、同項目に記載すべきリスクについて判断した裁判例の検討を行う。

（4）補論 ——「主要なリスク」と「記載すべき重要な事項」の関係性

民事責任や課徴金の対象となるのは、「記載すべき『重要な事項』の記載が欠けているとき」である。そして、「重要な事項」の意義については、「投資者の投資判断に重要な影響を与える事項」

34) 金融庁企画市場局「企業内容等の開示に関する留意事項について(企業内容等開示ガイドライン)」／C個別ガイドライン／I「事業等のリスク」に関する取扱いガイドライン1(令和3年2月)。

35) 記載例としては、次の10種類の項目に関して、それぞれ複数の事項の記載例が示されている((6)と(10)以外の項目は、企業内容等開示府令が主要なリスクの例として挙げているものに直接対応するものとなっている)。

- (1) 会社グループがとっている特異な経営方針に係るもの
- (2) 財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の異常な変動に係るもの
- (3) 特定の取引先等で取引の継続性が不安定であるものへの高い依存度に係るもの
- (4) 特定の製品、技術等で将来性が不明確であるものへの高い依存度に係るもの
- (5) 特有の取引慣行に基づく取引に関する損害に係るもの
- (6) 新製品及び新技術に係る長い企業化及び商品化期間に係るもの
- (7) 特有の法的規制等に係るもの
- (8) 重要な訴訟事件等の発生に係るもの
- (9) 役員、従業員、大株主、関係会社等に関する重要事項に係るもの
- (10) 会社と役員又は議決権の過半数を実質的に所有している株主との間の重要な取引関係等に係るもの

をいうものと解されている³⁶⁾。これに対して、企業内容等開示府令は、「事業等のリスク」の項目に記載すべき「主要なリスク」について、「投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項」と定義している。

このように「重要な事項」と「主要なリスク」では重要性のレベルに違いが存在しており、「重要な事項」の方が重要性のレベルがいわば一段階高く設定されている。そのため、「事業等のリスク」の項目に記載すべき事項の記載が欠けており記載義務違反が肯定される場合であっても、直ちに民事責任や課徴金の対象となる「記載すべき重要な事項の記載が欠けているとき」に該当するわけではなく、「記載すべき『重要な事項』の記載が欠けているとき」に該当するかについての検討が必要となることになる（いわば「重要な『主要なリスク』」の記載が欠けている場合にのみ、民事責任や課徴金の対象となることになる）。

なお、リスクの重要性は、リスクが顕在化する蓋然性と顕在化した場合の影響の大きさを相関的に考慮することにより判断される³⁷⁾。

Ⅲ 「事業等のリスク」の項目の沿革・裁判例

Ⅲでは、「事業等のリスク」の項目の趣旨（「当該書類に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している主要なリスク」に該当するリスクは全て記載することが求められるという趣旨の項目か、あるいはリスクの記載について発行会社に一定の裁量を認める趣旨の項目か）について検討を行うために、同項目の沿革を辿る³⁸⁾（同項目は有価証券届出省令の昭和58年改正によって新設された「事業の概況等に関する特別記載事」の項目に由来するため、同改正から検討を行う）。

また、裁判例には「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクについて判断したものが存在するため、これについても検討を行う。

1 昭和58年有価証券届出省令改正

(1) 昭和58年改正の趣旨・内容

当時、店頭登録会社等（店頭登録会社または店頭登録予定会社）については公募増資を行うこと

36) 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法【改訂版】【第1巻】』297頁〔加藤貴仁〕（金融財政事情研究会、2021年）、黒沼・前掲注(6)212頁、山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説【第2版】』196頁〔小出篤〕（有斐閣、2017年）。裁判例として、東京地判平成20年6月13日民集66巻5号2064頁〔ライブドア事件〕、東京高判平成30年3月23日判例時報2401号32頁〔FOI事件〕等参照。

なお、金商法27条の36も、同条の「重要情報」について、「投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」と定義している。

37) 中村ほか・前掲注(6)715頁〔鈴木克昌〕、日本取引所グループ金融商品取引法研究会・前掲注(20)18頁〔片木晴彦発言〕。

なお、投資者にとって既知の情報（市場価格に既に織り込まれている情報）については、重要性は否定されることになる。

38) 平成7年改正までの全体的な経緯については、朝日監査法人企業公開部編『有価証券届出書等におけるリスク情報開示の実務』2-15頁（中央経済社、平成9年）参照。

が原則として認められていなかったところ、証券取引審議会は昭和58年6月に「株式市場の機能拡充について」という中間報告を取り纏め、店頭登録会社等についても公募増資を認めることを提言するとともに、「店頭市場における投資は、取引所市場における投資に比べて相対的にリスクが大きいため、投資者の合理的投資判断に必要な情報を正確、公平かつ適時に開示する必要性が高い。このため、……公募増資に当っては、有価証券届出書及び目論見書にいわゆるリスク情報（例えば、店頭登録銘柄である旨の記載。現在までの営業成績や営業利益、経営者の状況、会社と経営者の間の取引等に関する情報。）を記載させること……が適当である」という提言を行った³⁹⁾。

昭和58年の有価証券届出省令の改正では、かかる提言を受け、店頭登録会社等有価証券の募集または売出しを行う場合には、有価証券届出書および目論見書においてリスク情報を開示するものとされた⁴⁰⁾。なお、リスク情報の開示は本来的には全ての発行会社について求めることが望ましいことや、有価証券報告書にも記載を求めることが望ましいことは、同改正においても認識されていた⁴¹⁾。

① 「事業の概況等に関する特別記載事項」の趣旨

リスク情報の記載方法については、有価証券届出書に「『事業の概況等に関する特別記載事項』の項を設けて、事業の概況、営業の状況、設備の状況等当該届出書の他の箇所に記載した事項に関するもののうち、投資の危険度に関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項を一括して分かりやすく記載すること」とされた（第2号様式・記載上の注意〔冒頭部分〕）。

この点については、「リスク情報は現行の届出省令の記載上の注意では規定していない新しい内容の情報を開示するというものではなく、従来の記載上の注意により、届出書の事業の概況等に記載されていたものの中から、投資の危険度に関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項をピックアップして『事業の概況等に関する特別記載事項』の項にまとめて分かりやすく記載する方法がとられた。従って、『特別記載事項』に記載するだけで、届出書の該当する他の箇

39) 伊藤洋「有価証券届出省令等の一部改正について」商事法務995号9頁、12頁(1983年)、峯嶋利之「株式市場の機能拡充について——中堅・中小企業と株式市場との関連を中心として(証券取引審議会報告)——」商事法務976号2頁、3頁、7頁(1983年)。

証券取引審議会の参考人(当時)であった神崎博士は、「店頭市場の機能を強化して、そこにおいて証券取引所に上場されていない中堅企業の有価証券が活発に取引され、投資者がひろくその取引に参加するようにするためには、投資者保護の観点から……企業経営に通常伴う一般の危険を超える特別の危険または投機性を有する有価証券の募集または売出においては、そのような特別の危険または投機性を一般投資者が容易に理解することができるように、そのような事実を募集または売出のリスク・ファクターとして、目論見書の初めの部分に明確に記載することを要請する」ことが必要であり、「中堅企業の発行する有価証券は、特別の危険または投機性を有することがあるが、そのような場合には、投資者がそのことを十分に理解した上で投資決定をすることが必要であるので、リスク・ファクターの開示が要請されるべきである」と指摘されていた(神崎克郎「店頭市場の機能強化と投資者保護」商事法務967号2頁、6頁(1983年))。また、証券取引法研究会「第2章 有価証券の募集又は売出に関する届出 [5]」インベストメント23巻1号29頁、46-47頁〔神崎克郎報告〕、58-62頁〔神崎克郎発言〕(1970年)、証券取引法研究会「第2章 有価証券の募集又は売出に関する届出 [14]」インベストメント24巻5号75頁、76-86頁〔神崎克郎発言〕(1971年)参照。

40) 伊藤・前掲注(39)9頁。なお、昭和62年改正により、リスク情報を記載する必要のある会社は、店頭登録会社等から、これらを含む「非上場会社」に拡大された(前川浩造「ディスクロージャー制度見直しに伴う改正省令・新通達の概要〔下〕」商事法務1104号10頁、11頁(1987年))。

41) 伊藤・前掲注(39)13頁。

所には記載がないという趣旨のものではない。また、事業の概況等に記載されている事項をそのまま『特別記載事項』に記載するというものではなく、リスク情報の開示の有用性を十分に考慮して投資者に十分理解されるよう開示することが必要である。」と説明されている⁴²⁾。

なお、「投資の危険度に関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性がある」と判断されるものを、一括してかつ分かりやすく記載させるという趣旨のもの」とされており⁴³⁾（下線筆者）、経営者が認識している重要なリスクの記載が求められることが明らかにされている。

②「事業の概況等に関する特別記載事項」に記載すべき事項

リスク情報として記載すべき事項については、「今回の改正では、リスク情報として開示すべき具体的内容についての規定はなく、いわば大枠だけが規定されている。リスク情報の開示は新しい試みであり、リスク情報として具体的にどのような事項を開示すべきかについては、基本的には今後の実務なり実績を積み上げていくことが適当であり、今後の実務慣行の定着、熟成を待つて必要に応じ届出省令等に具体的な規定を設けることとされた。このため、実際にリスク情報の開示を行う場合には、発行会社、アンダーライター等が具体的な開示内容を検討することとなるが、実務上は、当面、日本証券業協会において、アンダーライターがリスク情報開示の審査に当たり従うべきガイドラインとして定めた、『有価証券届出書の「事業の概況等に関する特別記載事項」に係る審査について』（昭和58年11月29日理事会決議）⁴⁴⁾ および、『有価証券届出書の「事業の概況等に関する特別記載事項」に係る開示の具体例』（昭和58年11月28日業務委員会）⁴⁵⁾ によってその対応が図られることとなろう。」と説明されている⁴⁶⁾。

(2) 昭和58年改正の検討

昭和58年改正では「事業の概況等に関する特別記載事項」の項目が新設されたが、その趣旨に

42) 堀越健男「有価証券の募集又は売出しの届出等に関する省令及び同取扱通達の改正」企業会計36巻2号23頁,25頁(1984年)。

43) 伊藤・前掲注(39)14頁。

44) 同理事会決議では、協会員は、「概ね次の事項について適切な開示がなされているかどうか十分に留意して〔引受審査を行うものとする〕とされた(日本証券業協会「有価証券届出書の『事業の概況等に関する特別記載事項』に係る審査について(理事会決議)の制定について」証券業報396号51頁(1983年))。

- (1) 会社が特異な経営方針をとっていること
- (2) 財政状態、経営成績に異常な変動があること
- (3) 特定の取引先等への依存度が高い場合で、その取引の継続性が不安定なこと
- (4) 特定の製品、技術等への依存度が高い場合で、その将来性が不明確なこと
- (5) 業界特有の取引慣行があり、その取引によって損害を受けたことがあること
- (6) 新製品、新技術の企業化、商品化に長期間を要すること
- (7) 当該業界に対する法的規制等が実施されていること
- (8) 重要な訴訟事件、公害問題等が発生していること
- (9) 役員、従業員、大株主、関係会社等に関し特に開示すべき重要な事項があること
- (10) 会社と役員または議決権の過半数を実質的に所有している株主との間に重要な取引関係等があること

45) 業務委員会内規は、前述の(1)～(10)の項目に係る記載の具体例を示しており、その内容は現在の企業内容等開示ガイドラインの記載例とほぼ同内容である(「有価証券届出書の『事業の概況等に関する特別記載事項』に係る開示の具体例」(昭和58年11月28日業務委員会)については、日本証券業協会から資料提供を頂いた)。

46) 伊藤・前掲注(39)13-14頁。

については、「現行の届出省令の記載上の注意では規定していない新しい内容の情報を開示するというものではなく、従来の記載上の注意により、届出書の事業の概況等に記載されていたものの中から、投資の危険度に関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項をピックアップして……まとめて分かりやすく記載する」項目と説明されており、従来の記載上の注意により有価証券届出書の記載事項として規定されていた事項に関するもののうち「投資の危険度に関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項」の記載が求められることが明らかにされている。

もっとも、同項目に記載すべき具体的な事項については、「リスク情報の開示は新しい試みであり、リスク情報として具体的にどのような事項を開示すべきかについては、基本的には今後の実務なり実績を積み上げていくことが適当であり、今後の実務慣行の定着、熟成を待って必要に応じ届出省令等に具体的な規定を設ける」と説明されている。

このように、「事業の概況等に関する特別記載事項」については、①従来の「記載上の注意」により有価証券届出書の「事業の概況」等に記載されていた事項のなかから、投資の危険度に関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項（リスク情報）をピックアップして分かりやすく記載する項目と説明される一方、②「リスク情報の開示は新しい試み」であり、「具体的にどのような事項を開示すべきか」については実務慣行の形成を待つことが適当であるとも説明されており、やや矛盾したような説明がなされている。

この点に関しては、⑦従来の「記載上の注意」では、リスク情報の開示は基本的に求められておらず（従来の「記載上の注意」においては、「営業その他に関し重要な訴訟事件等があるときは、その概況を記載すること」（第2号様式・記載上の注意（キ）（5））などが求められていたに過ぎなかった）、④この点で、「リスク情報の開示は新しい試み」であり、⑤リスク情報の開示に関する実務慣行は形成されていなかったため、具体的にどのようなリスク情報を開示させるべきかについては手探りの状況にあった（「当該届出書の他の箇所に記載した事項に関するもののうち、投資の危険度に関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項」という大枠の設定に留めざるを得なかった）ものと思われる。

2 平成7年企業内容等開示省令改正

(1) 平成7年改正の趣旨・内容

平成7年の企業内容等開示省令の改正では、適債基準等の撤廃に伴い、上場会社および外国会社についても、「当該会社の事業の実績、内容、規模等に照らして当該事項に特に重要性があると判断されるとき」は、有価証券届出書等に「事業の概況等に関する特別記載事項」の項目を設けてリスク情報を開示すべきことが規定された⁴⁷⁾。また、同改正では、同項目の記載事項について、例示

47) 居波邦泰「発行登録制度等に係る規制緩和・適債基準等の撤廃——企業内容等の開示に関する省令・通達等の改正の概要——」商事法務 1395号 10頁, 13頁(1995年)。なお、平成7年改正では、「対処すべき課題」の項目も新設された(同13頁参照)。

事項が規定された⁴⁸⁾。

具体的には、①非上場会社については、「『事業の概況等に関する特別記載事項』の項を設けて、企業の概況、事業の状況、設備の状況等当該届出書の他の箇所に記載した事項に関するものうち、財政状態、経営成績及びキャッシュ・フロー……の状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項を一括して具体的に、分かりやすく、かつ、簡潔に記載すること。」という規定が置かれ、②上場会社については、「当該会社の事業の実績、内容、規模等に照らして当該事項に特に重要性があると判断されるときは、同様に記載すること。」という規定が置かれた（第2号様式・記載上の注意（1）c）。なお、上記のように「当該事項に特に重要性があると判断されるとき」は記載が求められるものとされおり（下線筆者）、経営者が認識している重要なリスクの記載が求められることが明らかにされている。

また、企業内容等開示省令に例示事項が規定されたのに伴い、企業内容等開示通達も改正され、その具体的な記載例について、「これまで日本証券業協会の理事会決議に基づく業務委員会内規に掲げられてきた具体例を最近の実例に当たりながら通達に取り込み、個別通達Ⅰに10種類の項目が掲げられた。」⁴⁹⁾。

そして、当該通達には、「記載例とは別種の事項についても、投資家に誤解を生ぜしめない範囲で会社の判断により記載することを妨げるものではない。」ことが併せて規定されたが、この点については、「記載例にない事項であっても、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性がある」と判断されるものについては、特別記載事項として記載されることが、投資家保護上、望ましいと考えられるところであり、その記載が妨げられるものではない旨を明示したものである。したがって、実際リスク情報の記載に当たっては、通達の記載例を参考としながら投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項について幅広く記載することが可能である。」と説明されている⁵⁰⁾。

なお、同改正で企業内容等開示省令に規定された例示事項および企業内容等開示通達の規定は、現在の企業内容等開示府令および企業内容等開示ガイドラインに引き継がれている。

(2) 平成7年改正の検討

平成7年改正の要点は、①「事業の概況等に関する特別記載事項」の項目に記載すべき事項について、例示事項を規定したこと、②上場会社についても、一定の場合には同項目の記載を求めることにしたこと、③日本証券業協会の業務委員会内規を企業内容等開示通達に記載例として取り込ん

48) 居波・前掲注(47)13頁。

49) 居波・前掲注(47)13頁。

50) 居波・前掲注(47)13頁。なお、金融庁「『財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令(案)』等に対するパブリックコメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」No.15(平成21年4月20日)では、「『事業等のリスク』等については、企業の業種、業態、規模、経営状態、企業をとりまく経済環境等により様々であると考えられますが、参考としていただけよう、一般的に考えられる事象又は状況を例示したものです。したがって、実際の記載に当たっては、これらの例示にとらわれることなく、積極的な記載が望まれます。」とされている。

だことである。

興味深いのは、企業内容等開示通達に「記載例とは別種の事項についても、投資家に誤解を生ぜしめない範囲で会社の判断により記載することを妨げるものではない」という規定が併せて置かれ、「記載例にない事項であっても、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性がある」と判断されるものについては、特別記載事項として記載されることが、投資家保護上、望ましいと考えられるところであり、その記載が妨げられるものではない旨を明示したものである。」と説明されていることである。記載例に挙げられていない事項の記載については、発行会社の裁量に委ねられているかのような規定および説明となっているからである。もっとも、記載例はあくまで例に過ぎず、記載例にない事項の記載が可能であることは当然であり、そのことを確認的に規定したに過ぎないものとも解することができる⁵¹⁾。

このように、平成7年改正において、「事業の概況等に関する特別記載事項」の項目に記載されるべきリスクの範囲についてどのように理解されていたのかは判然としない。

3 平成15年企業内容等開示府令改正

(1) 平成15年改正の趣旨・内容

平成14年12月、金融審議会第一部会は、「現在、有価証券報告書等において開示されている事業内容、財務内容等の情報に加え、国際的にもその強化が求められている……『リスク情報』（特定の取引先への依存、重要な訴訟事件の発生等）……についての開示を充実すべきである。」という提言を行った⁵²⁾。

また、金融審議会第一部会のディスクロージャー・ワーキング・グループは、「有価証券報告書等における『リスク情報』の開示の充実」について、次のような提言を行った⁵³⁾。

リスクに関する事項（いわゆる「リスク情報」）については、有価証券報告書、有価証券届出書において独立した項目を設け、一括して記載することが適切である。

51) 平成22年改正後の企業内容等開示ガイドライン1-1-2においては、「開示行政の目的は、企業内容等の適切な開示を確保することにより、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することにある。……このような目的を果たすためには、開示内容が、投資者の投資判断に当たっての必要性や社会常識等に照らして判断されたものであることが重要であり、開示しようとする項目・事項が個別具体的に規定されていないことや前例がないこと等をもって、開示する必要がないと考えることがないように留意する必要がある。」と規定されている（下線筆者）。

52) 金融審議会金融分科会第一部会報告「証券市場の改革促進」10頁（平成14年12月16日）。

53) 金融審議会金融分科会第一部会「証券市場の改革促進」別紙2「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告6頁（平成14年12月16日）。

記載すべき内容については、提出会社の自主的な判断に基づき、米国における登録届出書の記載内容の実例などの国際的な動向をも踏まえ、投資家が提出会社の事業の状況、経理の状況等について適正な判断を行い得るよう、できる限り幅広く、かつ、具体的に記載されることが望ましい。

その際、真に重要な「リスク情報」が分かりやすく、かつ、簡潔に開示されるよう留意することが適切である。

有価証券報告書等の様式における「記載上の注意」においては、一般的な表現・例示にとどめることが適切である。

記載すべき内容についての具体的な例示としては、現行の有価証券届出書における「事業の概況等に関する特別記載事項」として例示されている事項（特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生など）が考えられる。

平成15年改正では、かかる提言を受け、有価証券届出書および有価証券報告書に「事業等のリスク」の項目が新設された⁵⁴⁾。そして、有価証券届出書の「事業の概況等に関する特別記載事項」については、「事業等のリスク」との重複を避けるため、その記載が廃止された⁵⁵⁾。

記載内容については、「リスクに関する事項（有価証券届出書等に記載した「事業の内容」、経理の状況」等に関する事項のうち、投資家の投資判断に重要な影響を及ぼす可能性のあるリスクに関する事項）として記載すべき内容は、『提出会社の自主的な判断に基づき、米国における登録届出書の記載内容の実例などの国際的な動向をも踏まえ、投資家が提出会社の事業の状況、経理の状況等について適正な判断を行い得るよう、できる限り幅広く、かつ、具体的に記載されることが望ましい』（金融審第一部会報告）とされているが、具体的な記載内容としては、事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、財政状態、経営成績およびキャッシュ・フローの状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等が考えられる」として⁵⁶⁾、従来の有価証券

54) 谷口義幸「ディスクロージャー制度の整備に伴う証券取引法施行令等の改正の概要〔上〕」商事法務1662号47頁、49頁(2003年)。

平成15年改正については、証券取引法研究会編・前掲注(11)17頁、佐藤敏昭「有価証券報告書における定性的情報の開示」名経法学17号87頁(2004年)参照。なお、同改正では、「財政状態及び経営成績の分析」および「コーポレート・ガバナンスの状況」の項目も新設された。

55) 谷口・前掲注(54)49頁。

56) 谷口・前掲注(54)49頁。

届出書の「事業の概況等に関する特別記載事項」と同様の規定が置かれた⁵⁷⁾ 58)。

また、リスクに関する事項として将来に関する事項を記載する場合には、有価証券届出書等の提出日現在において判断したものである旨を記載することとされた⁵⁹⁾。

なお、平成 21 年の企業内容等開示府令の改正により、四半期報告書および半期報告書にも「事業等のリスク」の項目が設けられた⁶⁰⁾。

(2) 平成 15 年改正の検討

平成 15 年改正の要点は、①「事業の概況等に関する特別記載事項」を「事業等のリスク」に改称し、「企業情報」の一項目としたこと、②上場会社および外国会社について、「当該会社の事業の実績、内容、規模等に照らして当該事項に特に重要性があると判断されるとき」という限定を外して、リスク情報の開示を一般的に求めることにしたこと、③有価証券報告書においてもリスク情報の開示を求めることにしたことである（リスク情報として記載すべき事項に係る企業内容等開示府令の規定や企業内容等開示ガイドラインの規定は変更されていない）。

興味深いのは、平成 15 年改正の契機となったディスクロージャー・ワーキング・グループの報告において、「記載すべき内容については、提出会社の自主的な判断に基づき、……投資家が提出会社の事業の状況、経理の状況等について適正な判断を行い得るよう、できる限り幅広く、かつ、具体的に記載されることが望ましい」と指摘されていることである。「事業等のリスク」の項目の記載については発行会社に一定の裁量が存在することが前提とされているようにも解しうるからである。もっとも、発行会社を取り巻くリスクには様々なものがあるところ、どのリスクを重要なリスクとして開示すべきかについては「発行会社における自主的な判断」が必要であり、そのことを述べたに過ぎないものとも解される。

このように、平成 15 年改正においても、「事業等のリスク」の項目に記載されるべきリスクの範囲についてどのように理解されていたのかは判然としない。

57) 有価証券届出書については、「届出書に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、財政状態、経営成績及びキャッシュ・フロー……の状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項を一括して具体的に、分かりやすく、かつ、簡潔に記載すること。」とされ、有価証券報告書についても、これに準じて記載することとされた。

また、組込方式もしくは参照方式の有価証券届出書、発行登録書または発行登録追補書類の組込情報または参照情報としての有価証券報告書に記載された「事業等のリスク」は当該有価証券報告書の提出日現在で記載されたものであるところ、投資家が投資判断を行う上で、リスクに関する情報は特に重要であると考えられることから、これらの情報をできる限り新しいものとするため、組込方式および参照方式の有価証券届出書、発行登録書ならびに発行登録追補書類に提出日現在の「事業等のリスク」を追記することとされた(谷口・前掲注(54)50頁)。

58) 企業内容等開示ガイドラインの「『事業の概況等に関する特別記載事項』の記載例に関する取扱いガイドライン」は、「『事業等のリスク』の記載例に関する取扱いガイドライン」に名称が改められた。

59) 谷口・前掲注(54)49-50頁。

60) 詳細については、平松朗＝谷口義幸「『継続企業の前提に関する注記』に係る四半期連結財務諸表規則等の改正」商事法務 1872号 58頁、60-62頁(2009年)参照。

4 ライブドア事件判決

平成16年の証券取引法改正後、「事業等のリスク」の項目には如何なるリスクの記載が求められるかという問題を扱った裁判例が現れることになった。ライブドア事件判決（東京地判平成20年6月13日民集66巻5号2064頁）である。

(1) 事案の概要・判旨

Y社株式を取得したXらは、Y社の有価証券報告書の虚偽記載等によって損害を被ったとして証取法21条の2に基づいて損害賠償を請求した。

Xらは、有価証券報告書の虚偽記載等として、①連結財務諸表における売上高等の虚偽記載（売上計上認められないY社株式の売却益の計上および架空売上の計上）、②有価証券報告書の虚偽記載に係る上場廃止リスクの「事業等のリスク」の項目における記載の欠缺（①の虚偽記載により東証の有価証券報告書等の虚偽記載に係る上場廃止基準に該当すると評価されるリスクがあることとの記載の欠缺）、③公益または投資者保護基準に係る上場廃止リスクの「事業等のリスク」の項目における記載の欠缺（Y社がA社の買収に関する適時開示において偽計・風説の流布となる開示を行ったという事実の記載の欠缺、Y社の適時開示が偽計・風説の流布という不公正取引行為と評価され公益または投資者保護基準によって上場廃止となるリスクがあることとの記載の欠缺）を主張した。

Y社株式は、上記の連結財務諸表の虚偽記載および偽計・風説の流布が有価証券報告書等の虚偽記載に係る上場廃止基準および公益または投資者保護基準に該当するとして、上場廃止された。

本判決は、①の虚偽記載を肯定し、Xらの証取法21条の2に基づく損害賠償請求を認めた。他方、②と③の法定事項不記載については、次のように否定した⁶¹⁾。

⑦『『事業等のリスク』欄には、『届出書に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性がある事項について一括して具体的に、分かりやすく、かつ、簡潔に記載すること』とされているものの、どのような事項についてどの程度の記載をすべきかについては明確に規定されておらず、金融

61) 本判決は、誤導的不記載についても、次のように判断している（この点に関して、前掲注(17)参照）。「上場廃止の原因に関する事実が既に開示されている場合には、誤解を生じさせないための記載が義務付けられることがあるものと解されるが、A社の買収を巡る偽計・風説の流布に関する事実は、本件有価証券報告書を提出する段階においては、市場に知られていた事実ではなかったのであるから、誤解を生じさせないために必要な事実を記載すべき義務も発生していなかったものというべきである。」

なお、Xらは、上場廃止のリスクを「対処すべき課題」の項目に記載すべきであったとも主張したが、本判決は、「『対処すべき課題』欄には、事業上及び財務上の対処すべき課題について、その内容、対処方針等を具体的に記載することとされているが、上場廃止のリスクの記載がそれに含まれるものとは明記されていない。」として退けている。

庁（旧大蔵省）が公表した『企業内容等の開示に関する留意事項について』（平成11年4月旧大蔵省金融企画局による企業内容等開示ガイドライン）の個別ガイドラインにおいても、……『事業等のリスク』……の記載例に、上場廃止のリスクの記載例は挙げられておらず、『記載例とは別種の事項についても、投資家に誤解を生ぜしめない範囲で会社の判断により記載することを妨げるものではない。』とされているにとどまっている。このように、上場廃止の原因があることが、一般的に投資者の投資判断に重大な影響を与えるものであるとしても、上記開示府令上、そのような上場廃止のリスクを記載すべき具体的な義務を見出すことはできない。」

④「そして、金商法21条の2第1項の……趣旨〔法定事項不記載や誤導的不記載も、虚偽記載と同様の損害を投資者に与えるため、同様に損害賠償責任を課していること〕からすれば、本件有価証券報告書には虚偽記載が存在する以上、それと同様の事実について消極的開示である不記載を重ねて問題にする余地はないというべきであるから、Y社には、本件有価証券報告書に虚偽記載があることあるいは虚偽記載とされるおそれがあることを記載すべき義務もない。」

(2) ライブドア事件判決の検討

本件では、有価証券報告書の虚偽記載による上場廃止リスクと偽計・風説の流布による上場廃止リスクの「事業等のリスク」の項目における記載義務の有無が問題となった。この点に関して本判決は、判旨⑦のように、企業内容等開示府令において「上場廃止のリスク」を記載すべき具体的な義務は見出されないとして、記載義務違反を否定した。

具体的には、本判決は、企業内容等開示府令の「届出書に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性がある事項」という規定は、「どのような事項についてどの程度の記載をすべきか」を明確に規定するものではなく、また企業内容等開示ガイドラインの個別ガイドライン（「事業等のリスク」に関する取扱いガイドライン）にも上場廃止のリスクの記載例は挙げられていないため、上場廃止のリスクという投資者の投資判断に重要な影響を与える事項であっても、記載義務は認められないとしている。

したがって、本判決は、企業内容等開示ガイドラインに記載例の挙げられていない事項の記載については発行会社の裁量を認めた裁判例と位置付けることができると思われる。

もっとも、発行会社を取り巻くリスクには様々なものがあるため、「事業等のリスク」の項目に記載すべき事項に係る規定は抽象的・包括的なものとならざるを得ないのであり、「どのような事項について……記載をすべきか」を明確に規定していないのは当然とも言える。また、企業内容等開示ガイドラインの「事業等のリスク」の「記載例」は、企業内容等開示府令が規定する「例示事項」の「記載例」を示すものに過ぎない。そして、前述のように（Ⅲ・2・(2)）、「記載例とは別種

の事項についても、投資家に誤解を生ぜしめない範囲で会社の判断により記載することを妨げるものではない。」という規定の意味するところは判然としない。

このように、本判決における検討のアプローチには疑問がある。

なお、判旨④は、本件の事案的特徴を反映した判断となっている。有価証券報告書等の虚偽記載等による上場廃止に起因する損害は虚偽記載等と相当因果関係を有する損害として賠償の対象となるため⁶²⁾、「有価証券報告書等の虚偽記載」を重ねて問題とする必要はないという判示は適切である。

5 平成 31 年企業内容等開示府令改正

(1) 平成 31 年改正の趣旨・内容

平成 30 年 6 月、金融審議会のディスクロージャー・ワーキング・グループは、「日本企業のリスク情報に関する開示については、全体としてみると、一般的なリスクの羅列となっている記載が多く、外部環境の変化にかかわらず数年間記載に変化がない開示例も多いほか、経営戦略や MD&A とリスクの関係が明確でなく、投資判断に影響を与えるリスクが読み取りにくいとの指摘がある。また、投資判断に当たっては、企業固有のリスク、リスクが顕在化した際の影響度、リスクへの対応策等の開示が重要との意見があった。……我が国においても、英国でみられる開示実務も参考に、経営者視点からみたリスクの重要度の順に、発生可能性や時期・事業に与える影響・リスクへの対応策等を含め、企業固有の事情に応じたより実効的なリスク情報の開示を促していく必要がある。」という提言を行った⁶³⁾。

平成 31 年改正では、かかる提言を受け、経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があるとして認識している主要なリスクについて、当該リスクが顕在化する可能性の程度や時期、当該リスクが顕在化した場合に経営成績等の状況に与える影響の内容、当該リスクへの対応策を記載するなど、具体的に記載することが必要である旨が規定された⁶⁴⁾。

(2) 平成 31 年改正の検討

平成 31 年改正の要点は、①一般的なリスクを羅列するのではなく、経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があるとして認識している「主要なリスク」を記載する必要が

62) 最判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 卷 5 号 1957 頁 [ライブドア事件]。

63) 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告——資本市場における好循環の実現に向けて——」6 頁(平成 30 年 6 月 28 日)。また、黒沼悦郎「ディスクロージャーワーキング・グループ報告について——有価証券報告書の情報拡充を中心に——」資料版/商事法務 413 号 6 頁(2018 年)、三井千絵「事業等のリスク」企業会計 71 卷 4 号 24 頁(2019 年)参照。

64) 八木原栄二=岡村健史=堀内隼=片岡素香「企業内容等の開示に関する内閣府令の改正——平成三一年内閣府令第三号——」商事法務 2194 号 16 頁, 19 頁(2019 年)。

あることを明確化したこと⁶⁵⁾、②当該リスクが顕在化する可能性の程度や時期など、具体的な記載を求めることにしたこと⁶⁶⁾にある。

興味深いのは、①に関して、金融庁がパブリックコメントにおいて「事業等のリスクの記載が虚偽記載に該当するかどうかは個別に判断すべきと考えられますが、提出日現在において、経営者が企業の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している主要なリスクについて取調べて記載をしなかった場合、虚偽記載に該当することがあり得ると考えられます。」という回答を行ったことである⁶⁷⁾。

そして、この回答については、「経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している主要なリスクについては漏れなく網羅的に記載することが求められることになるという見解が示されている⁶⁸⁾。もっとも、かかる回答が発行会社の裁量を一切否定する趣旨のものであるかは必ずしも明らかではないようにも思われる。

6 小括

「事業等のリスク」(「事業の概況等に関する特別記載事項」)の項目は昭和58年改正によって設けられたが、如何なるリスクの記載が求められるのかについては平成31年改正まで説明がなされてこなかった。その理由は、平成16年の証取法改正によって21条の2が新設されるまで「事業等のリスク」の項目の法定事項不記載が争われたことがなく、民事責任等のエンフォースメントとの関係が意識されることもなかったことにあると思われる⁶⁹⁾ 70)。

平成31年改正において、金融庁は、「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクについて一定の説明を行った。しかし、如何なる範囲のリスクの記載が求められるのかは必ずしも明らかにされていない。また、「事業等のリスク」の項目には如何なる範囲のリスクの記載が求められると解す

65) 金融庁・前掲注(15)No.10、辰巳都＝沼畑智裕「有価証券報告書の記述情報(非財務情報)の分析 事業等のリスク(1)」資料版/商事法務420号277頁、279頁(2019年)。

従来から、「事業等のリスク」の項目に記載が求められるのは、経営者が「認識している」重要なリスクであるとされてきたが(Ⅲ・1・(1)・①およびⅢ・2・(1)参照)、平成31年改正ではこの点が明確にされている。

66) 八木原ほか・前掲注(64)19頁。企業に固有でない一般的なリスクを記載する場合は、具体的にどのような影響が当該企業に見込まれるのかを明らかにすることが求められる(金融庁・前掲注(15)No.10)。

67) 金融庁・前掲注(15)No.16。

68) 竹内朗＝早川明伸＝岩淵恵理「『事業等のリスク』の有報開示強化に備えたリスク管理体制の高度化——リスクマップの作成と更新によるPDCAの導入——」商事法務2208号37頁、38-39頁(2019年)。

69) 有価証券報告書等の法定事項不記載が争われたのは、公判裁判例では、「事業等のリスク」の項目の法定事項不記載が争われたライブドア事件判決が初めてであると思われる(Ⅲ・4参照)。

なお、「事業等のリスク」の項目における開示が民事責任との関係で重要な問題となりうることを平成16年改正時に指摘していたものとして、匿名記事「不実開示に関する民事責任の強化——改正証券取引法のインパクト——」商事法務1700号86頁(2004年)参照。

70) 発行開示書類に係る課徴金制度は平成16年改正により導入され、継続開示書類に係る課徴金制度は平成17年改正により導入されたが、虚偽記載だけが課徴金の対象とされていた(三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任——条解証券取引法』53頁(金融財務事情研究会、平成17年))。法定事項不記載は、平成20年改正によって課徴金の対象とされた(大来志郎＝鈴木謙輔「改正金融商品取引法の解説(4・完)課徴金制度の見直し」商事法務1840号30頁、32頁(2008年))。

べきかという問題は機能的な観点からの検討が必要な問題である。

そこで、IVでは、発行会社によるリスク情報の開示制度について機能的な観点から検討を行う。

IV 「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクの範囲

1 緒論

学説においては、「事業等のリスク」の項目には経営者目線から重要と考えられるリスクの記載が求められるところ、どのリスクが重要であるかは経営者の「意見」であるから、リスクの記載の絞込みが合理的な根拠に基づいていない場合には法定事項不記載と評価される可能性があるという見解が示されている⁷¹⁾。また、前述のように、平成31年改正における金融庁のパブリックコメントへの回答については、「経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している主要なリスク⁷²⁾については漏れなく網羅的に記載することが求められることになるという見解が示されている⁷³⁾。これらの見解は、企業内容等開示府令が「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクについて抽象的・包括的に規定していることと整合的である。

そこで、IVでは、企業内容等開示府令が「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクについて抽象的・包括的に規定するとともに⁷³⁾、金商法が同項目の虚偽記載等についてエンフォースメントの対象としていることの合理性について検討を行い、「事業等のリスク」の項目におけるリスクの記載については発行会社に一定の裁量が存在すると解すべきであることなどを論じる。

2 リスク情報の開示制度の意義

リスク情報は、企業価値を評価する上で重要な情報であり、証券市場における効率的な価格形成を通じて資源の効率的な配分を実現するために開示が期待される情報である⁷⁴⁾。しかし、リスク情報は発行会社にとって不利な情報であり、また投資者は発行会社にどのようなリスクが存在するかを通常把握することができないため、発行会社による自発的な開示を期待することはできない⁷⁵⁾。したがって、リスク情報は、法によって開示を強制することが望ましい情報である。この点で、企業内容等開示府令が有価証券報告書等に「事業等のリスク」の項目を設けてリスク情報の開示を義

71) 黒沼・前掲注(6)166-167頁。

72) 竹内ほか・前掲注(68)38-39頁参照。

73) 企業内容等開示府令が「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクについて、「経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している主要なリスクに限定していることの合理性については、前掲注(27)・(29)参照。

74) リスク情報の開示の強制は、発行会社に対してリスクの把握や管理を促すことになる点でコーポレート・ガバナンス上の意義も認められる。

75) 湯原心一『証券市場における情報開示の理論』258-261頁(弘文堂、2016年)参照。See also Joseph A. Franco, Why Antifraud Prohibitions are Not Enough: The Significance of Opportunism, Candor and Signaling, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 223 (2002).

務付けていることは合理的である⁷⁶⁾。

また、発行会社を取り巻くリスクは、その業種や業態、規模、経営状況、経済環境などによって様々であるから、開示すべきリスクを網羅的に規定することは困難である（開示すべきリスクを個別列挙する場合、過少規制となる可能性が高い）。この点で、企業内容等開示府令が「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクについて、「連結会社の経営成績等の状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項」として、例示を行うとともに抽象的・包括的に規定していることも基本的には合理的である⁷⁷⁾。

そして、発行会社においてリスク情報を自発的に開示するインセンティブは乏しく、また開示される情報は正確かつ十分なものであることが必要であるため、金商法が「事業等のリスク」の項目における虚偽記載等についてエンフォースメントの対象としていることも基本的には合理的である⁷⁸⁾。

3 リスク情報の開示制度の問題点

2で検討したように、リスク情報の開示に関する金商法および企業内容等開示府令の規律は基本的には合理的であると考えられるが、次の(1)～(3)の点については別途検討が必要となる⁷⁹⁾。

(1) リスク情報の開示制度が取締役の経営上の選択に影響を与える可能性

リスク情報の開示に関して虚偽記載等が生じた場合、発行会社や取締役等は刑事責任や民事責任、課徴金納付義務を負うことになる。そのため、発行会社の事業活動がうまくいかなくなる見込みが生じた場合に誤って虚偽記載等を行ってしまうことをおそれて、取締役が社会的には有益である事業の実行を断念してしまう可能性（社会的に有益な事業活動が過少となってしまう可能性）が問題

76) 発行会社による情報開示は、情報開示の社会的限界利益が社会的限界費用と等しい場合に最適のレベルとなる(Merritt B. Fox, Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment, 85 Va. L. Rev. 1335, 1339 (1999))。そして、特定の情報の開示の限界費用には、情報収集や開示書類作成などの直接的費用および競合会社が情報開示の恩恵を受けることによる競争上の費用や時間の投入による経営者の生産性の低下などの間接的費用が含まれる(Wendy Gerwick Couture, Optimal Issuer Disclosure of Opinions, 86 U. Cin. L. Rev. 587, 592(2018))。リスク情報は、企業価値を評価する上で重要な情報であり、開示の限界利益が限界費用を上回る可能性が基本的には高いと考えられる(See id. at 637-38, 644. See also Achintya Nath Sexena, Indrajit Dube & C. S. Mishra, Corporate Risk Disclosure: A Review, 14 US-China L. Rev. 632, 639-43(2017). なお、前掲注(27)・(29)参照)。

77) 記載すべきリスクを包括的に規定する場合には、過剰規制の可能性が問題となる。

78) リスク情報は発行会社にとって不利な情報であり、また投資者は発行会社にどのようなリスクが存在するかを通常把握することができないため、逆選択の問題が生じることになるが、金商法上のエンフォースメント制度が存在することにより、リスク情報の開示は「信頼できるコミットメント」(Credible Commitment)として機能することになる。

79) リスク情報の開示制度について検討を要する点は本文の(1)～(3)以外にも存在するが(後掲注(99)参照)、その検討については他日を期したい。

となる⁸⁰⁾。また、窮境にある発行会社は多数のリスクを抱えており、またその多くが顕在化しつつある状況にあることが考えられるところ⁸¹⁾、有価証券届出書に誤って虚偽記載等を行ってしまうこととおそれ、取締役が証券発行による資金調達を断念してしまう可能性も問題となる。

もっとも、「事業等のリスク」の項目には、経営者がその存在および重要性を実際に認識しているリスクを記載すれば足りるため⁸²⁾、「法定事項不記載」を回避することは困難ではないと思われる。また、「事業等のリスク」の項目に記載される内容は経営者の「意見」であるため、その記載時点において合理的な根拠を有していた場合には、記載した内容とは異なる結果等が生じても「虚偽記載」には当たらない⁸³⁾。そして、「誤導的不記載」とは、「事業等のリスク」の項目の記載事項について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ことを言うが、経営者が認識していない事実についてまで記載が求められるわけではないため（あらゆる重要な事実の記載が求められるわけではないため）、それを回避することも困難ではないと思われる⁸⁴⁾。

したがって、リスク情報の開示制度が取締役の経営上の選択に対して影響を与える可能性は低いと考えられる。

(2) 投資者が事業上のリスクを負担しないことによりインセンティブに歪みが生じる可能性等

投資者は、有価証券報告書等の「事業等のリスク」の項目における虚偽記載等について、発行会社や取締役等に対して金商法 21 条の 2 や 24 条の 4 などに基いて損害賠償を請求することができると⁸⁵⁾。

この場合、「『事業等のリスク』の項目の虚偽記載等と相当因果関係のある損害」の意義が問題となるが、少なくとも、取得価格と「事業等のリスク」の項目の虚偽記載等がなければ形成されてい

80) この問題の存在については、白井正和教授にご教示を頂いた。

81) 本柳祐介「窮境にある上場会社による新株発行、その難易の論点」法と経済のジャーナル(2020年11月18日)、<https://webronza.asahi.com/judiciary/articles/2720111800001.html>(2021年6月1日最終アクセス)。

82) II・2・(2)参照。経営者がリスクの存在およびその重要性を認識していたことについては、投資者側が立証責任を負うことになる。なお、龍田節「日本のコーポレート・ガバナンスの基本的問題」商事法務 1692 号 4 頁、7 頁(2004 年)は、「『事業等のリスク』の項目」について、違法とされる重要な不記載があるかどうかを判定するのは、きわめて難しいように思われる。」と指摘する。

なお、金商法および企業内容等開示府令が投資者に「経営者がリスクの存在およびその重要性を認識していた」ことの立証責任を負わせていることについては、セーフ・ハーバー・ルールと評価することができる(黒沼・前掲注(6)264 頁参照)。

83) 前掲注(15)参照。See also Couture, *supra* note 76, at 598, 618-19.

なお、「意見」の記載は、「経営者が当該意見を実際に有していること」も含意するため、経営者が実際には当該意見を有していなかったにもかかわらず有価証券報告書等に当該意見を記載した場合には、当該意見の記載は「虚偽記載」を構成することになる(藤林・前掲注(15)48 頁。重要性の要件については別途検討が必要となる(藤林大地「ソフト情報の開示は如何なる場合に虚偽記載等となるか」鳥山恭一＝中村信男＝高田晴仁編『現代商事法の諸問題』887 頁、898-899 頁、902 頁(成文堂、2016 年)参照)。

84) 関連する問題について、前掲注(20)参照。

85) 損害賠償を請求できる投資者は、「事業等のリスク」の項目に当該リスクが記載されるべきであった有価証券報告書等の提出後に有価証券を取得した投資者だけであり、当該発行会社の有価証券を保有する投資者の全員が損害賠償を請求できるわけではない(最判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 巻 5 号 1957 頁〔ライブドア事件〕の田原判事補足意見および大阪高平成 28 年 6 月 29 日金融・商事判例 1499 号 20 頁〔オリンパス事件〕参照)。

たであろう市場価格との差額（取得時差額（高値取得損害））は、虚偽記載等と相当因果関係のある損害の額に含まれると考えられる⁸⁶⁾。

そうすると、投資者は、発行会社の事業上のリスクの負担を部分的にせよ免れうることになるが⁸⁷⁾、この場合には次の点が問題となる。すなわち、①発行会社が責任主体となる場合、発行会社の事業上のリスクの負担が部分的にせよ他の株主・債権者に転嫁されることになること、②発行会社の事業上のリスクの負担を部分的にせよ免れうる場合、投資者（株主）の議決権行使のインセンティブに歪みが生じること（リスクの高い事業の実行を選択しようとするインセンティブが生じること）が問題となる⁸⁸⁾。

もっとも、①の問題は、発行会社が責任主体となることに起因する一般的な問題であり⁸⁹⁾、財務諸表の虚偽記載等においても同様に問題となるものである。そして、リスク情報（記述情報（非財務情報））の虚偽記載等と財務諸表（財務情報）の虚偽記載等と異なる取り扱いを行うべき理由は見出しがたいように思われる⁹⁰⁾。

次に、②の問題については、投資者が株式の取得後にリスクの高い事業が実行されるように議決権を行使し、それにより当該事業が実行されたが、当該事業に関するリスクについては開示が行われず、その後当該リスクが顕在化したという事案が考えられる。もっとも、当該投資者は、当該リスクが記載されるべきであった有価証券報告書等の提出前に株式を取得しているため、当該リスク

86) リスクの顕在化に起因する市場価格の下落分についても、「事業等のリスク」の項目の虚偽記載等との相当因果関係が肯定されるか(特に、「事業等のリスク」の項目の虚偽記載等がなければ有価証券を取得することはなかったと言える投資者について、リスクの顕在化に起因する市場価格の下落分についても虚偽記載等との相当因果関係が肯定されるか)という問題については、別稿で検討する。

87) 「投資者は、発行会社の事業上のリスクの負担を部分的にせよ免れうることになる」という記述の趣旨は、次のとおりである。X社は、その事業に関してAというリスクを有していたとする。X社は、有価証券報告書においてリスクAについて開示を行ったところ、株価は1000円から800円に下落した(200円の下落は、専らリスクAの存在が市場価格に織り込まれたことによって生じたとする)。その直後、リスクAが顕在化したため、X社は適時開示を行ったところ、株価は800円から600円に下落した。

上記の説例において、リスクAは、X社の企業価値に対して、一株当たり400円のマイナスの影響を与えている。

X社が有価証券報告書においてリスクAの開示を怠った場合、X社株式を1000円で取得した投資者Bは(少なくとも高値取得損害を被ったものとして)一株当たり200円の損害賠償を請求することができる。この場合、投資者Bは、リスクAが齎す一株当たり400円のマイナスのうち200円分については負担を免れられることになる。

88) ②の問題の存在については、得津晶教授にご教示を頂いた。

89) 詳細については、藤林大地「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同志社法学63巻4号139頁、184-188頁(2011年)参照。

なお、東京地判平成20年4月24日民集65巻6号2568頁〔西武鉄道事件〕は、「投資家は、株式の発行会社の経営リスクは甘受すべきであるが、発行会社が違法行為により投資家の利益を直接侵害した場合に投資家がこれを甘受しなければならないという理由は見い出せず、賠償責任の負担により発行会社の企業価値が低下するのは当該違法行為により損害を被った者が存在したことの当然の結果にすぎないというべきである。」と判示している。

90) 企業内容等開示府令は、「主要なリスク」の例として「重要な訴訟事件等の発生」を挙げているが、損害賠償請求訴訟が提起された場合には「偶発債務の注記」を行わなければならないことがあるように(財務諸表規則58条参照)、リスク情報と財務諸表には重なり合う部分もある。

の記載の欠缺について損害賠償を請求することはできない⁹¹⁾ 92)。そのため、②のような問題は実際には生じないと考えられる。

(3) リスクの存在の開示がリスクの顕在化を招く可能性

リスクの中には、その存在の公表自体が顕在化の引き金となるものが存在する⁹³⁾。例えば、発行会社と相手方（取引相手や規制当局など）との間で、発行会社に重要な影響を与える問題について交渉が行われていたところ、当該問題の存在が公表されたために交渉の継続が困難となり、その結果、当該問題が現実のものとなり発行会社に重要な影響が発生したという事案が理論上は考えられるように思われる。

このようなリスクについては、顕在化を回避できる合理的な可能性が存在するのであれば、発行会社の利益の観点からは、当該リスクの開示について発行会社に裁量を認めることが望ましいことになる。他方、証券市場における効率的な価格形成を通じた資源の効率的な配分の実現という観点からは、そのようなリスクについても開示を強制することが望ましいことになる。

このようにこの種のリスクの開示については発行会社の利益と社会的な利益の双方の考慮が必要となるが、この点に関しては、リスクが開示されることによる社会的な利益よりも、リスクを開示しないことによる発行会社の利益の方が大きい場合には、当該リスクの開示について発行会社に裁量を認めるべきであると考えられる⁹⁴⁾。

具体的には、①その存在が開示されることによって顕在化の蓋然性が高まる性質を有するリスクが存在しており、②当該リスクが顕在化した場合には連結会社の経営成績等の状況に重要な影響が生じることが予想されるものの、③顕在化を回避できる合理的な可能性が存在する場合については⁹⁵⁾、当該リスクが開示されることによる社会的な利益よりも当該リスクを開示しないことによる発行会社の利益の方が大きいように思われるところ、当該リスクの開示については発行会社に裁量を認めるべきであると考えられる。

91) 前掲注(85)参照。

92) 発行会社がリスクの高い事業を行っているにもかかわらず、そのことを開示していないことを奇貨として投資者が株式を取得するという事案も考えられる。もっとも、この事案では、議決権行使のインセンティブに歪みは生じない。また、当該投資者はリスク情報の記載の欠缺について悪意であるから、損害賠償を請求することはできない(金商法21条の2第1項ただし書等参照)。

93) See Donald C. Langevoort, Disasters and Disclosures: Securities Fraud Liability in the Shadow of a Corporate Catastrophe, 107 Geo L.J. 967, 975(2019).

94) 前述(前掲注(76))のように、発行会社による情報開示は、情報開示の社会的限界便益が社会的限界費用と等しい場合に最適のレベルとなるところ、本文のような場合については情報開示を強制すべきではないと考えられる。なお、このような観点から情報開示について発行会社の裁量を認めたものと解される規定として、金商法25条4項がある(企業内容等開示ガイドライン25-2も、「法第25条第4項の規定による承認に当たっては、秘密事項の内容、公衆の縦覧に供しないことの必要性、投資者保護上の問題点等について、総合的に比較考量のうえ、判断することに留意する。」ものとしている)。

95) 顕在化を回避できる合理的な可能性が存在する場合については、リスクが顕在化する蓋然性が低いのであるから主要なリスクには該当せず、「事業等のリスク」の項目における記載義務は生じないのではないかとも思われる。もっとも、リスクの重要性は、リスクが顕在化する蓋然性と顕在化した場合の影響の大きさを相関的に考慮することにより判断されるため、リスクが顕在化する蓋然性が低い場合でも、リスクが顕在化した場合の影響が大きいときには、主要なリスクに該当することになる。

4 私見

以上のように、少なくとも、上記①～③の要件を満たす場合については当該リスクの開示について発行会社に裁量を認めるべきであると考えられる⁹⁶⁾。

したがって、「事業等のリスク」の項目については、「当該書類に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している主要なリスク」に該当するリスクは全て記載することが求められると解すべきではなく、同項目におけるリスクの記載については発行会社に一定の裁量が存在する（一定の場合には発行会社の裁量が認められる）と解すべきである。

そこで問題となるのは、そもそも企業内容等開示府令の解釈として、そのような裁量を認めることができるかである。この点に関しては、「事業等のリスク」の項目の記載事項に関する企業内容等開示府令の規定（第2号様式・記載上の注意(31)a）は抽象的であり、発行会社の裁量を一定の場合に認める余地はあるように思われる。また、同規定は「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクについて包括的に規定しているところ、IV・3・(3)で検討したように過剰規制の可能性があるため、そのような場合について発行会社の裁量を認めることは必要かつ合理的であると考えられる。したがって、企業内容等開示府令の解釈として、一定の場合について発行会社の裁量を認めることは可能であると考えられる。

以上のように、企業内容等開示府令上、一定の場合についてはリスクの開示に関して発行会社の裁量を認めることができると考えられるところ、少なくとも、上記①～③の要件を満たす場合については当該リスクの開示に関して発行会社に裁量が認められると解すべきである⁹⁷⁾。

V 結語

本稿では、(1) 企業内容等開示府令が「事業等のリスク」の項目の記載事項として規定する「当

96) IV・3・(3)で検討したリスクについては、「発行会社の事業上の秘密の保持の必要により、有価証券報告書等の記載の一部について公衆の縦覧に供しないことを内閣総理大臣に申請し、内閣総理大臣が当該申請を承認した場合には、その一部は公衆の縦覧に供しないものとする」旨を定める金商法25条4項に基づいて開示を回避できないかという点も問題となる(有価証券報告書等には記載されるが、公衆縦覧の対象からは除外されるため、当該情報の開示を実質的には回避できることになる)。

もっとも、「事業上の秘密」の例として「特許権に関する秘密」が挙げられているように(河本一郎=関要監修『逐条解説証券取引法〔三訂版〕』286頁(商事法務, 2008年)、神田秀樹監修『注解証券取引法』243頁(有斐閣, 平成9年))、同規定は実物市場における企業間競争に与える影響を考慮した規定と解されている(神田監修・同243頁、岸田監修・前掲注(36)714頁〔大塚和成〕)。したがって、上記のリスクについて、金商法25条4項に基づく公衆縦覧からの除外は認められないのではないかとと思われる。

97) 「事業等のリスク」の項目に法定事項不記載が存在していたことの立証責任は投資者にあるが、上記の場合に関しては、投資者は、経営者が当該リスクの存在を認識していたことおよび当該リスクが「重要な事項」に該当することを立証すれば足りる(発行会社側には、当該リスクはその存在が開示されることにより顕在化の蓋然性が高まる性質のものであったことおよび顕在化を回避できる合理的な可能性が存在していたことの立証が求められる)と解すべきであると思われる。

該書類に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があるとして認識している主要なリスク」の意義、および、(2)「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクの範囲（「当該書類に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があるとして認識している主要なリスク」に該当するリスクは全て記載することが求められると解すべきか、あるいは発行会社に一定の裁量が存在すると解すべきか）について検討を行った。

そして、(2)の問題については、(a) ①その存在が開示されることによって顕在化の蓋然性が高まる性質を有するリスクが存在しており、②当該リスクが顕在化した場合には連結会社の経営成績等の状況に重要な影響が生じることが予想されるものの、③顕在化を回避できる合理的な可能性が存在する場合については、当該リスクの開示について発行会社に裁量を認めるべきであるから、(b)「事業等のリスク」の項目におけるリスクの記載については発行会社に一定の裁量が存在する（一定の場合には発行会社の裁量が認められる）と解すべきであり、(c) 企業内容等開示府令の解釈としても、一定の場合について発行会社の裁量を認めることは可能であるという私見を示した。

上記①～③の要件を満たす場合のほかに如何なる場合にリスクの開示について発行会社の裁量を認めるべきかなど⁹⁸⁾、本稿が残した問題は多いが⁹⁹⁾、これについては他日を期したい。

98) 経営者の健康に関するリスクについても「事業等のリスク」の項目に記載すべきリスクには該当しないと解すべきであることについて、藤林大地「上場会社の経営者の健康状態等に関する情報の開示」砂田太士＝久保寛展＝高橋公忠＝片木晴彦＝徳本穰編『企業法の改正課題』（法律文化社、2021年）483頁参照。

99) 経営者の主導・関与した犯罪行為によってリスクが発生した場合（例えば経営者の指示により談合が行われた場合）、その開示を強制することについては自己負罪拒否特権（憲法38条1項）との関係などが問題となりうる。