

四半期中の企業情報の開示義務

——予測情報の開示と経営者責任——

今 川 嘉 文

～目 次～

はしがき

- I 米国の予測情報の開示規制
- II Shaw 判決の事実概要と判旨
- III 四半期中の予測情報の開示義務
- IV 日本の予測情報の開示規制

おわりに

は じ め に

適時かつ積極的な企業情報の開示は、企業の透明性および信頼性を高め、株主、債権者および投資家保護に資することになる。また、より短いサイクルで財務情報を経営者が把握しておくことは、社内的にも緊張感が高まり、的確な意思決定に寄与するものである。

近年、上場会社を中心として、特に株主および投資家を意識した企業経営の一環として、四半期財務情報の開示へ向けた取組みが積極化している。よりタイムリーに企業情報を開示することは、証券の流動性および企業価値を高めることになる。現在、東京証券取引所のマザーズ市場の上場会社およびナスダック・ジャパン市場の公開会社は、四半期毎の決算開示を義務づけられている。

これら会社以外に、2003年度から義務づけの方針にあるが、東京証券

取引所の第一部または第二部市場に上場する会社において、四半期財務情報の開示会社数は増えている。そして、国内外における証券流動性の向上を目的として、財務業績の予測情報に関する開示を詳細に行う会社が増加している。

企業情報の開示においては、ハード情報とソフト情報の区別がある。ハード情報とは、過去の数値を主とする事実に基づく情報である。他方、ソフト情報とは、将来の財務状況および業績に関する予測に基づく情報（以下、予測情報）である。株主および投資家にとり、証券の発行者との今後の関わり方の判断において、発行者が提供する予測情報は極めて有用な要素となる。

将来の財務状況および業績に関する予測情報は、開示された時点において内容が確定していない事項である。そのため、予測情報が現実の結果と相違することも起こりうる。もしこのような場合に、不実表示を原因として、予測情報を提供した会社および経営者の民事責任を当然に問うことができるとするならば、予測情報の開示を萎縮させることになる。

それ故、証券の発行者が開示した予測情報の内容が現実の結果と相違したとしても、どのような場合に、予測情報が虚偽または誤解をもたらすものとして、不実表示の民事責任を生じるのかが問題となる。

米国の判例および連邦証券取引委員会（以下、SEC）の対処は、予測情報の開示規制に関し興味ある変遷をたどってきた。それに対し、わが国においては、①予測情報を開示する義務はあるのか、②予測情報をどの時点において開示すべきであるのか、③証券の発行者が提供した予測情報とその後の事実が異なった場合、当該発行者および経営者は民事責任を負うのか、という問題について、必ずしも議論が十分であるとはいえない。

本稿では、米国の Shaw 判決を素材として、予測情報の開示と経営者の民事責任とともに、「企業は四半期毎の財務内容に関する開示に加え

四半期中の企業情報の開示義務

て、現在進行している四半期中の経営成績および重要な予測情報について開示しなければならないのか」をテーマとして考察をする。

そこで、最初に、米国の開示規制、特に予測情報の開示に関する連邦法および SEC 規則を概観する。つぎに、Shaw 判決を詳細に紹介し、四半期中の企業情報の開示義務について検討をする。これら米国法から得られた示唆に基づき、日本法における予測情報の開示規制について考察をする。

I 米国の予測情報の開示規制

近年、上場企業を中心として、四半期財務情報の開示へ向けた取組みが積極化している。四半期毎の決算開示を義務づけられている東京証券取引所のマザーズ市場およびナスダック・ジャパン市場の公開会社以外に、東京証券取引所の一部市場および二部市場の上場会社において、四半期財務情報の開示をする会社は、今のところ絶対数は必ずしも多くはない。しかし、その数は着実に増加しており、四半期開示を導入したのは、2002年度では三月期決算企業だけで240社にのぼり、東京証券取引所上場会社の一割を超えている。⁽¹⁾

そして、証券流動性の向上を目的として、財務業績の予測情報に関する開示を詳細に行う企業が増えている。しかし、予測情報は現実の結果と相違した場合、不実表示となるのかという問題がある。そこで、以下において、様々な展開がみられる「米国における予測情報の開示規制」について概観をする。

1 セーフ・ハーバー（安全港）規則の制定

連邦証券取引委員会（以下、SEC）は、1970年代前半までは、会社から提出される届出書および報告書には、予測情報を記載してはならないという政策をとっていた。その理由として、SEC は、事情に精通していない一般大衆が投資をするに当たり、事実ではない、この本質的に信頼で

きない予測情報をあまりにも多く当てにするだろうと考えていた。

しかし、SECの当該方針を、或る論者はつぎのように批判した。経営者が会社の経営方針を決める場合、売上高、利益および需要などの予測に基づく。一般投資家はこれら財務数値に関する理解能力では、経営者よりも劣るが、市場に提供される情報は、証券アナリストおよび様々なメディアというフィルターを通じて、流布されることになる。それ故、一般投資家が会社が示した予測情報に、過大な信頼を寄せることにはならない。

また、SECが予測情報の開示を禁止するならば、証券会社または機関投資家などの特定の市場参加者だけが、非公式かつ独自の方法で、様々な会社の予測情報を知ることになる。そのため、ますます一般投資家との間で、投資に必要な多角的かつ豊富な情報量および情報の質において、⁽²⁾多大の格差が生じることになる。

当該批判に対処するため、SECは1975年4月に、「セーフ・ハーバー(安全港)規則」案を公表した。これは、「予測が合理的なものであり、善意にしたこと」を、発行会社側が立証しなければならないとする要件を満たせば、将来予測は詐欺的なものではないとした。

すなわち、予測情報の開示をする際に、当該要件を満たしておれば、現実の結果が予測情報と違ったとしても、当該情報を発表した会社およびその経営者は民事責任を問われることはないというものである。

しかし、当該規則案は、民事責任を免除されるための要件が厳格であり、それを満たすのは困難である。それ故、予測情報が現実と異なった場合、不実表示を行ったとして、多数の損害賠償請求訴訟が提起される懸念があった。そこで、SECは前述した規則案を撤回した。そして、予測情報の開示は禁止もしない反面、企業に対し、積極的な奨励もしない方針を採った。⁽³⁾

その後、SECは1977年の報告書において、SEC規則案を再度検討し、予測情報の開示を奨励するに相応しいセーフ・ハーバー規則を設けるよ

四半期中の企業情報の開示義務

う勧告した。そして、1979年に、セーフ・ハーバー規則として、1933年証券法規則175および1934年証券取引所法規則 3b-6 を制定した。

SEC による規則案においては、「予測が合理的なもので善意にしたこと」を被告発行会社側が立証しなけりばならなかつたのに対し、制定された SEC 規則は、「合理性がなく、善意でなかつたこと」を原告投資家側が立証しなけりばならないとした。⁽⁴⁾ すなわち、予測情報が現実の結果と異なつた場合に、一定の条件のもとで、会社側の免責を認めるセーフ・ハーバー規則に基づき、SEC は予測情報の開示を奨励した。

2 四半期報告書における記載

SEC が制定した1933年証券法規則175および1934年証券取引所法規則 3b-6 は、規制の内容として、実質的に同一のものとなつてゐる。セーフ・ハーバー規則は、「発行者により若しくは発行者のために利用されている社外の審査者によつてなされる将来に関する表示は、それが合理的な根拠をもたずになされ若しくは再確認され、または誠実でなく開示されたことが立証されない場合、詐欺的な表示であるとはみなされない」と規定する。

これは、誠実にかつ合理的な根拠をもつてなされた将来に関する表示を保護するものである。ここにいう「合理的な根拠」要件は予想がなされた時点で、将来に関する表示が利用可能な最良の情報に基づくものであるならば、たとえ当該予測が後になつて、現実のものとは異なる不正確であることが判明しても、会社側の責任は問われるものではないと解されている。これらの表示は、SEC に提出される四半期報告書または株主に送付される年次報告書に記載されなければならない。

このように、届出書類に企業業績の予測を記載するときは、合理的な根拠に基づいてしなければならないが、どのように合理的根拠を形成するのかについては、SEC は経営者に幅広い裁量を認めた。しかし、SEC のセーフ・ハーバー規則については、以下のような問題点が指摘されて

(5)
いる。

①セーフ・ハーバー規則は、表示した予測情報を SEC への届出書類または株主に送付される年次報告書で再確認しないと保護されない。多くの民事訴訟で争われた予測情報は、被告会社側が口頭で発表したり、文書に記載されたにしても、届出書類とは無関係のものであった。

②セーフ・ハーバー規則は、予想の開示を奨励するものではない。セーフ・ハーバー規則の適用は SEC に提出される書類に制限されており、発行者がそれぞれの将来に関する表示を、SEC に届け出ることとは現実的ではない。

③セーフ・ハーバー規則は、発行者が記者発表および証券アナリストの予測のような、SEC への届出以外の媒体によって将来に関する開示を伝達することを妨げている。これらは、セーフ・ハーバー規則の下で保護されることがないからである。

④被告となる会社は、抗弁として頻繁にセーフ・ハーバー規則を持ち出すことはできない。それは、訴訟手続上、被告がセーフ・ハーバー規則の「誠実」および「合理的な根拠」要件を充足するものであったかどうかについて、時間と費用がかかり、しかも事実焦点を当てた分析を必要とするからである。

このように、SEC のセーフ・ハーバー規則は訴訟を減少させるために、必ずしも効果的ではなかった。また、SEC のセーフ・ハーバー規則は記者発表などによるタイムリー・ディスクロージャーには適用されない⁽⁶⁾ので、証券の発行者が任意に行った予測情報の表示が後に問題とされることも多い。それ故、SEC のセーフ・ハーバー規則は、予測情報の開示について、必ずしも証券の発行者およびその経営者を保護するものではなかった。

3 ビスピークス・コーション（注意表示）の法理

四半期中の企業情報の開示義務

予測情報に係るセーフ・ハーバーを設けるに当たり、SEC だけでなく、連邦裁判所は独自のセーフ・ハーバーを発展させてきた。すなわち、連邦裁判所は取るに足りない証券詐欺違反を主張する訴訟から、証券の発行者を保護するために、ビスピークス・コーション（注意表示）の法理を採用してきたのである。

予測の表示が、結果的に事実と異なった場合、投資家は「開示書類は誤解をもたらすものであった」と主張して、証券の発行者を提訴することが多い。しかし、SEC のセーフ・ハーバー規則は前述したように、訴訟を減少させるために、必ずしも効果的ではなかった。そこで、連邦裁判所は、ビスピークス・コーション（注意表示）の法理に基づき、原告投資家の主張を排斥してきた。

ビスピークス・コーションの法理とは、「楽観的な予測情報の表示が、特定のリスクを指摘する『十分な注意文言』とともになされている場合には、投資判断を誤導する表示とはならない⁽⁷⁾」とものである。

すなわち、証券の発行者が行った予測情報において、「十分に注意を促す」言葉があれば、ビスピークス・コーションの法理に基づき、1933年証券法11条および12条2号並びに1934年証券取引所法10条b項および同法規則10(b)-5に基づく証券詐欺に対し、原告投資家の損害賠償請求を棄却するものである。

ビスピークス・コーションの法理は予測情報の表示にのみ適用され、現在の事実に関する表示には適用されない。また、SEC のセーフ・ハーバー規則と異なり、SEC に対する提出書類以外になされた予測情報の表示にも適用される。

このように、ビスピークス・コーションの法理は、SEC に対する提出書類であるか否か、また口頭でなされたものであるか、書面でなされたものであるかを問うことなく、予測情報の表示に適用される。それ故、その適用範囲は、セーフ・ハーバー規則を規定する1933年証券法規則175のそれよりも、幅広いものとなる。ただし、故意にまたは誠実な確信に

基づくものではなく、不実の表示をした場合には、ビスピークス・コーシ⁽⁸⁾ョンの法理は適用されない。

4 ビスピークス・コーシンの法理の適用

「ビスピークス・コーシンの法理」の適用が問題となった有名な事例として、Worlds of Wonder 判決⁽⁹⁾がある。本件は、ジャンク・ボンドを購入した投資家が目論見書の不実表示を原因として、当該証券の発行会社の取締役、役員、会計士、引受人らの民事責任を求めた事件である。

本件において、第九巡回区控訴裁判所は、つぎのように判示して、連邦地裁が下した原告敗訴の略式判決を支持した。

第一に、証券の発行会社による目論見書は、同社の営業資金の調達に問題があることを十分開示していた。そのため、流動性の予測について不実表示はなかったと言える。

第二に、目論見書には、証券の発行会社における監査体制が、同社の成長に対応できない可能性があることを記載していた。それ故、同社の監査体制が機能していなかったにもかかわらず、当該事実を目論見書に指摘されていなかったことをもって、重要事実の省略にはあたらない。

第三に、一審原告が購入した証券が、ジャンク・ボンドであることを、一審原告自身が認識していた。

Worlds of Wonder 判決において、第九巡回区控訴裁判所は、ビスピークス・コーシンの法理が適用されるためには、「予測情報が現実の結果に相違する可能性があり、かつ現実の結果に対する明確な注意文言を記載しなければならない。そして、その注意文言は関連するリスクの特質および程度を具体的に開示しなければならない」と説示した。

ビスピークス・コーシンの法理は、米国の判例法において発展してきた法理であり、現在では、巡回区控訴裁判所の過半で採用⁽¹⁰⁾されている。その内容は必ずしも一定していない。そのなかでも、Trump 判決⁽¹⁰⁾において、第三巡回区控訴裁判所が示した見解が、その後の多数の判例で引用

四半期中の企業情報の開示義務

されている。

本判決は、「発行者の予測情報が、『意味のある注意表示』とともに公表されており、予測情報が投資家に提供された情報全体に影響を与えなかった場合、その予測情報は、損害賠償請求の原因とはならない」と判断した。すなわち、「意味のある注意表示」がある場合、予測情報の表示が重要性を有しないことを説示したものであると言える。

それ故、「証券投資は本質的に投機的であり、証券の価値が全く価値のないものになる可能性もある」、または「すべての予測情報は、本質的に不確実である」といった曖昧かつ定型的な警告では、ビスピークス・コーションの法理に基づき保護される「意味のある注意表示」とは認められない。意味のある注意表示は、将来に関する表示に、具体的に適合する情報を包含するものでなければならない。

このように、ビスピークス・コーションの法理は、「将来の予測および予想に直接的に向けられている正確な注意文言にのみ適用される」と言える。⁽¹¹⁾これは、連邦証券諸法の下で、将来情報の表示が訴訟原因にならないものとするためには、注意文言が正確なものでなければならないことを意味している。それ故、当該見解によれば、正確かつ事実に焦点を当てている警告だけが、十分な「注意文言」の要件を満たしていることになる。

5 1995年改革法による新セーフ・ハーバー規定

連邦裁判所は、予測情報の開示について、ビスピークス・コーションの法理に基づき、会社および経営者を保護してきた傾向がある。しかし、米国においては、証券の発行会社の予測が外れると、弁護士が名義上の原告を作り、クラスアクションが多数、提起されてきた。審理に入ると被告会社側は、防御に多くの時間および費用を費やさなければならず、早く訴訟から開放されたいために、和解をしてしまうことも少なくなかった。⁽¹²⁾

反面、クラスアクションによる責任追求の多発は、経営者または証券アナリストから、投資家に提供される情報量の不足を招き、結果的に、証券投資は情報不足からリスクが高くなり、企業の資金調達コストの増加を招くこととなった。⁽¹³⁾そして、証券の発行会社およびその経営者が、自社の財務業績および営業成績などに関し、より詳細な予測情報を表明することが、市場および投資家にとり有用であることも、確実に認識されるようになってきた。

投資家が投資判断および投資選択を行ううえで、会社業績を予測することは極めて重要であり、過去の財務・会計数値は投資家にとり、その判断材料として用いられてきた。また、会社の将来を予測するためには、証券の発行会社の経営者自身による将来に対する見解は、投資判断に多大の影響を与えるものである。しかし、前述したように、予測情報の表明は、現実の結果と異なった場合、民事訴訟の標的にされるという懸念が、経営者にはあった。

他方で、証券詐欺に係る請求原因として多いのは、相場に極めて重大な影響を与える経済的根拠に基づいた予測情報の開示、とりわけ、発行者が入手できるデータに基づき予測が十分に可能である「不都合または好ましくない」情報の不開示、および必要な情報の不開示をめぐる民事責任の追求である。

1979年に制定された SEC 規則によるセーフ・ハーバー規定は、SEC に登録される文書または株主宛年次報告書に記載されているかものに限定されていた。また、ビスピークス・コーションの法理、重要性および信頼の要件など、予測情報の開示に係る免責が、判例上、認められてきた。しかし、事実審理前の棄却および略式判決がなされないため、和解への圧力が被告経営者に生じていた。⁽¹⁴⁾

そこで、米国連邦議会は、1995年証券私的訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act of 1995) を制定し、予測情報の開示について、1933年証券法に 27A 条を、1934年証券取引所法に 21E 条を、それぞれ

四半期中の企業情報の開示義務

れ追加した。

証券私的訴訟改革法は、予測情報の開示に対し、セーフ・ハーバー規定を設けるとともに、予測情報の積極的な表明は、投資家にとり有益であるという立場に基づき、濫訴から証券の発行者および経営者を護ることにより、予測情報の開示を促すことを目的としている⁽¹⁵⁾。

これら二つの規定は、規制内容が共通する。改正法が用いる将来予測表明 (forward-looking statement) の語は、以下のように定義される (証券取引所法 21E 条 i 項 1 号)。

①収入、収益、1株当たりの利益、資本支出、利益配当、資本構造、その他の財務事項の予測を含む表明、

②発行者の製品または役務に関する計画または目標を含む、予測情報に関する経営者の計画および目標の表明、

③SEC 規則またはレギュレーションに基づき、経営者による財務状況の説明および分析、経営の成果に記載されたものを含め、将来の経済成績の表明、

④上記①、②、③に定める表明の基礎となる、または前提についての表明、

⑤発行者の予測情報の表明について、発行者に依頼された外部審査人による報告書、

⑥SEC 規則またはレギュレーションに基づき、指定された項目の予測または見積りを含む表明、

なお、発行者による口頭による発表であったとしても、予測情報の表明とみなされ、セーフ・ハーバー規定が適用される場合がある⁽¹⁶⁾。

6 新セーフ・ハーバー規定の内容

セーフ・ハーバー規定とは、相場に影響を与える重要事実に関する虚偽表示または重要事実の不開示を理由に、民事訴訟が提起された場合に、予測情報の表明が一定の要件を満たしていれば、当該予測情報の表明を

した者は免責されることである。

連邦議会が制定した新セーフ・ハーバー規定に基づき、予測情報の表明をした者に対し、免責が認められるためには、①注意喚起文句によるセーフ・ハーバー、②主観的要件によるセーフ・ハーバーがある。そして、③口頭による予測情報の表明に関する特則⁽¹⁷⁾がある。

①注意喚起文句によるセーフ・ハーバーとは、予測情報の表明であることを明示するとともに、注意喚起文句を伴っていれば、表明者は免責されるものである。

注意喚起文句とは、予測情報の内容と著しく異なる結果となりうることを示す文句である（証券取引所法 21E 条 c 項 1 号 A (i)）。なお、将来予測の表明が重要なものでなければ、注意喚起文句がなくても、表明者は責任を負わない（同条 c 項 1 号 A (ii)）。

②主観的要件によるセーフ・ハーバーとは、予測情報の表明者は予測情報が虚偽または誤解を招くものであると認識しながらなされたことを、原告投資家が立証でせきなければ、予測情報の表明者は免責されることである（証券取引所法 21E 条 c 項 1 号 B）。

③口頭による予測情報の表明に関する特則とは、予測情報の表明が口頭でなされた場合、示すべき注意喚起文句が、①および②の条件を満たしていなくとも、「容易に入手できる」別途の文書で補充することができることである。容易に入手できる文書とは、SEC に届出した文書および一般投資家向けに配付された文書などである。

例えば、「予測情報の表明であること、予測情報と現実の結果が著しく異なるかもしれない」という注意喚起文句を口頭で示し、それに加えて、別途文書に予測と著しく異なる結果をもたらす可能性のある要素について、追加情報が記載されていることを、予測情報を表明する場合に、その文書を明示して説明をする。これら条件を満たせば、予測情報の表明者は免責される（証券取引所法 21E 条 c 項 2 号 B）。

四半期中の企業情報の開示義務

なお、セーフ・ハーバー規定による保護対象は、つぎの者がした予測情報の表明に限定される。⁽¹⁸⁾すなわち、①継続的开示義務（証券取引所法13条a項または15条d項）を負う証券の発行者、②その発行者のために行動する者、③その発行者に依頼され、その者のために意見表明をする外部審査人、④証券の引受人である（証券取引所法21E条a項2号B）。

7 ビスピークス・コーションの法理との相違

制定法におけるセーフ・ハーバー規定は、判例法において発展してきたビスピークス・コーションの法理にならって制定されたものである。しかし、幾つかの点でビスピークス・コーションの法理と異なっている。すなわち、証券取引所法21E条a項において、セーフ・ハーバー規定の適用の対象となる者が限定され、同条b項において、多くの適用除外を定めている。⁽¹⁹⁾その例として、つぎのものを指摘できる。

①白地会社（発展途上の会社であり、他の企業を買収・合併（M & A）すること以外に具体的な事業計画および事業目的がなく、買収・合併の相手方が特定していない、ペニーストックを発行する会社）の証券募集に関してなされた場合、

②ペニーストック（ピンクシート市場で公開される1株5ドル未満の投機的株式）⁽²⁰⁾の発行者による場合、

③閉鎖会社化に関する場合、である。

このため、予測情報の表明が、ビスピークス・コーションの法理によって保護される場合であったとしても、制定法によるセーフ・ハーバー規定によっては、保護されない場合がありうることになる。

ビスピークス・コーションの法理にならって、セーフ・ハーバー規定を制定した米国においても、その適用の要件である「意味のある」注意文言がどのようなものであるかについては、判例上、未だに争いがあることから、会社は依然として多くの予測情報の表明をためらっている側面がある。

1995年証券私的訴訟改革法は、予測情報に関する実体規定のほか、ク
ラスアクションを一定の範囲で制約する規定を設けている。このことは、
米国では証券訴訟の件数が極めて多く、なかでも予測情報を訴訟原因と
する裁判例は近年も、増加し続けていることを意味している。

- (1) 東京証券取引所「エクステンジ・スクエア」2002年2月号5頁、日
本経済新聞2002年9月9日付夕刊。
- (2) Kripke, *The SEC, the Accountants, Some Myths and Some Realities*,
45 N. Y. U. L. Rev. 1151, 1198 (1970).
- (3) Calderson & Kowal, *Safe Harbors: Historical and Current Approaches
to Future Forecasting*, 22 J. Corp. L. 661, 665 (1997).
- (4) 龍田 節「将来情報の開示の促進」証券取引法研究会国際部会編『欧
米における証券取引制度の改革』（日本証券経済研究所, 1997年）33頁。
- (5) Schneider & Dubow, *Forward-Looking Information-Navigating in
the Safe Harbor*, 51 Bus. Law. 1071, 1076 (1996).
- (6) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂, 1999年）128頁。
- (7) Langevoort, *Disclosure That "Bespeak Caution"*, 49 Bus. Law. 481,
482 (1994).
- (8) 下中和人「将来情報の開示における不実表示の責任と誠実の役割」長
崎県立大学論集35巻3号47頁。
- (9) *In re Worlds of Wonder Securities Litigation*, 35 F.2d 1407 (9th
Cir. 1994). 本件解説として、「予想の開示が免責されるための注意文言」商
事法務1452号27頁。
- (10) *In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation*, 7 F.3d 357
(9th Cir. 1993).
- (11) Strickland & Manesis, *Application of the Bespeak Caution Doctrine
to Federal Securities Fraud Claims*, PLI 27th Annual Institute on Sec.
Reg. 43, 71 (1995).
- (12) 龍田 節・前掲注(4)49頁。
- (13) Comment, *Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Do
Issuers Still Get Soaked in the Safe Harbor?*, 27 Golden Gate U. L. 527,
539 (1997).
- (14) 黒沼悦郎・前掲注(6)131頁。
- (15) Comment, *What's Wrong with the Safe Harbor for Forward-Looking
Statements? A Call to the Securities and Exchange Commission Codifica-
tion of the Bespeak Caution Doctrine*, 81 Marq. L. Rev. 133, 160 (1997).

四半期中の企業情報の開示義務

- (16) 下中和人「将来情報の開示とそれに伴う民事責任」神戸法学雑誌49巻4号271頁。
- (17) Wander, Cope & Dariymani, *Developments in Disclosure: Special Problems in Public Offerings—Forward-Looking Information, Including the Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, 23 San Diego L. Rev. 1027, 1036 (1996).
- (18) 龍田 節・前掲注(4)53頁。
- (19) Note, *Securities Law: When Does a Securities Disclosure Truly “Be-speak” Caution?—In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation*, 20 U. Dayton L. Rev. 467, 471 (1994).
- (20) 今川嘉文『相場操縦規制の法理』(信山社, 2001年) 237頁。
- (21) 黒沼悦郎「アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革」神戸法学雑誌47巻3号431頁。

II Shaw 判決の事実概要と判旨

本章で紹介をする、Shaw 判決は、「公開会社が、四半期中の業績に関する予測情報について、開示義務を負う場合がある」ことを、巡回区控訴裁判所が初めて判示した点に意義がある。そこで、本章においては、Shaw 事件の事実概要および第一巡回区控訴裁判所が下した判決の要旨を紹介する。⁽¹⁾

1 事実の概要

Digital Equipment 社 (以下、DEC) は、コンピューターのハードウェアおよびソフトウェアの製造および販売を目的とする世界最大級の会社である。1957年に設立され、1966年に株式を公開し、1990年代の初めまで業績を伸ばしてきた。その後、DEC の業績は悪化し、1992年1月には創業以来初めて、四半期報告書に経常損失を計上した。

DEC は大量の従業員解雇を含む抜本的なリストラ計画を立案し、1900年から1992年までの会計年度に総額20億ドルのリストラクチャリング準備金を積み立てた。1993年1月14日付の四半期報告書における損失は、

証券アナリストの予想を大幅に下回り、同年7月28日付の四半期報告書では、1億1,320万ドルの利益を計上した。しかし、翌1994年1月19日付の四半期報告書において、7,200万ドルの損失を再度計上している。

1994年1月21日に、DECはSECに対し、総額10億ドルまでの証券発行を可能とする「一括登録 (Shelf Registration)」を行い、その2ヵ月後に優先株を公募発行した。当該公募は、1994年3月11日付の目論見書および同年3月21日付の追補目論見書 (prospectus supplement) に基づき、3月21日から28日まで行われた。1,600万株の優先株が公募価格1株25ドルで売付けられ、DECは3億8,740万ドルの資金を調達した。

しかし、公募後3週間を経過しない1994年4月15日に、DECは4月2日に終了した1994年度第3四半期報告書(4月15日付)を発表し、1億8,300万ドルを超える営業損失を計上した。この営業損失は、証券アナリストの予想をはるかに上回るものであり、優先株の市場価格は1株25ドルから20.875ドルにまで下落した。また、DECの普通株の市場価格も同時期、1株28.875ドルから23ドルに下落し、翌取引日終値は21.125ドルにまで下落した。

1994年3月21日付の追補目論見書において、DECは、「現在のリストラ計画を遂行するためには、リストラクチュアリング準備金の残高4億4,300ドルで十分である」ことを記載していたにもかかわらず、同年4月15日付の第3四半期報告書では、リストラ計画の前倒しに加え、さらなるリストラ計画を予定している旨を明らかにした。

そして、1994会計年度末の翌日である7月14日には、残りの全従業員の約四分の一の大量解雇を実施すること、および同事業年度のリストラクチュアリング準備金として、12億ドルを加えることを公表した。

そこで、DEC、同社役員および引受証券会社を被告として、二つのクラスアクションが提起された。まず、原告 Wilensky が1994年3月の公募優先株を購入したすべての者を代表して、1933年証券法11条(虚偽の登録届出書による民事責任規定)、12条2号(目論見書に係る民事責任規

四半期中の企業情報の開示義務

定) および15条(支配を行う者の責任)違反を理由に、クラスアクションによる損害賠償を請求した。

つぎに、原告 Shaw は、DEC の普通株を1月19日から4月15日までの間に購入したすべての者を代表して、1934年証券取引所法10条b項および同規則10(b)-5(包括的詐欺禁止規定)並びに20条a項(支配を行う者の責任)違反を理由に、クラスアクションによる損害賠償を請求した。

主な争点は、DEC が利用した一括登録に用いられた様式S-3の届出書の開示項目11(a)が、公表済のデータと比較して、「重要な変化」となった場合には、「現在の情報」を開示するように求めている。そのため、DEC の経営者は1994年3月の公募に関して、第3四半期中に多額の損失が生じているという重要事実を開示すべき義務があったのか、ということである。

すなわち、原告らは、「第3四半期中の業績が予想外に悪かったことを公表した日の3週間前に、被告DECは公募を開始している。当該公募に用いられた目論見書には、誤解を招く表示および重要事項の不開示がある。そして、公募を前にして、被告らはDEC株の市場価格を人為的に吊り上げるために、DECの将来の見通しに関し、不当に楽観的な表示をした」と主張した。

連邦地裁はこれら二つのクラスアクションを併合審理したうえで、「原告は被告による違法な表示および不開示を特定していない。また、被告の表示は必ずしも誤解をもたらすものではない」として、原告の主張を排斥した。しかし、第一巡回区控訴裁判所は、控訴人(一審原告)の請求を一部認容し、一部につき原判決を破棄差戻しとした。

2 控訴審判決の要旨

被控訴人(一審被告)らは、「会社が四半期および年次ごとの定期的開示義務を履行しているかぎり、様式S-3の届出書の項目11(a)に基づく開示要件は証券の公募の際にも、進行している四半期中の財務業績を公

表する必要はない」と主張する。

しかし、様式 S-3 を使って、証券の発行登録制度を利用できるようにしたのは、被控訴人 DEC のような大規模な継続的開示会社が、質の高い企業情報を期末毎に開示するだけでなく、たえず市場に提供することを前提としている。経営陣をはじめ、会社内部者が把握している未公表の重要情報を、発行登録手続中でも、四半期中途であることをもって開示の必要がないということになれば、会社側にとり不都合な情報は、発行登録の証券を完売してから開示すればよいことになる。

様式 S-3 の届出書の項目 11(a) は、これまでに報告をした情報・事実から、「重要な変更」が生じた場合、発行者が「重要な変更」内容を開示すべきことを求めている。これは、インサイダー取引規制における、「開示せよ、さもなくば取引を控えよ」という法理に基づくものである。

すなわち、インサイダー取引規制の法理を拡張し、会社が証券を公募する際においても、当該法理を適用すべきである。そうでなければ、会社側は「不都合な重要情報」の開示を証券の公募終了後まで引き延ばすことにより、情報量の違いを利用して、投資家の犠牲において利益を獲得することができる。

また、「会社は財務業績に関する現在の情報を、四半期中においては開示する義務を負わない」との被告らの主張は採用できない。より問題となることは、四半期経過中における「重要な変更」内容を開示しないために、目論見書自体が極めて不完全なものになりはしないかという点である。証券の発行者が、1934年証券取引所法に基づく継続的開示義務を履行していることをもって、開示されない事実が当然に重要性を欠くことにはならない。

証券の公募時点において、四半期中であったとしても、証券の発行者が入手可能なデータに基づき、当初予測した業績内容から極めて乖離していることを示す情報を有しているのであれば、当該情報を登録説明書に記載することが、制定法の立法経緯および政策に合致すると言える。

四半期中の企業情報の開示義務

控訴人らは、「被控訴人 DEC は、リストラクチャリングの追加措置が必要なことを、1994年3月21日には把握していたのであるから、『リストラクチャリング準備金の残額で足りる』とした1994年3月21日付の追補目論見書における記載は誤解を招くものである」と主張する。それに対し、被控訴人らは、「注意喚起文句が含まれていたから、たとえ誤解を招く表現があったとしても、重要性に欠ける」と反論する。

「リストラクチャリング準備金の残額で足りる」という記載は、予測情報に加え、現在の事実も含まれている。それ故、注意喚起文句によって「重要性」に欠けることにはならない。また、追補目論見書に、被控訴人 DEC は、「引続き措置をとる」と記載しているが、当該表示が投資家に警告を示す「注意喚起文句」であるとは言えない。

被控訴人 DEC は、リストラクチャリング準備金の増額を必要とするほど、同社の四半期中の業績が悪化していることを把握しながら、「リストラクチャリング準備金の残額で足りる」と1994年3月21日付の追補目論見書に記載したことは、重要な点において、誤解を招くものであったと判断できる。

被控訴人が指摘する「注意を喚起する表示」は、DEC が近い将来に追加のリストラクチャリング費用を必要とするかもしれないという可能性について明白な警告を付与するものではなかった。

すなわち、控訴人が主張するように、被控訴人 DEC は1994年3月21日までは、同社の四半期初めから現在までの業績に関する情報を有しており、それが四半期末の結果を、一般に知られている傾向および不確実性から著しく乖離させる蓋然性を示すような情報であれば、当該情報は様式 S-3 の届出書の項目11(a)にいう「重要な変化」に該当する。そのため、情報開示の対象にはならないと結論づけることはできない。

したがって、本裁判所は、「連邦地裁が、リストラクチャリング準備金を『十分である』とする追補目論見書の記載に関する控訴人の主張は、1933年証券法11条および12条2号の下で請求を主張していない、と結論

を下した点は誤ったものである」と考える。

(1) Shaw v. Digital Equipment Corp., 82 F. 3d 1194 (1st Cir. 1996).

III 四半期中の予測情報の開示義務

1 四半期財務情報の開示義務

本章では、Shaw 判決を分析することにより、「証券の発行会社は、四半期途中の予測情報の開示義務を負うのか」という問題について、検討をする。

Shaw 判決は、「公開会社が、四半期中の業績に関する情報について、開示義務を負う場合がある」ことを、連邦裁判所が初めて判示した点に意義がある。すなわち、証券の公募を行う会社は、連邦証券諸法によって要求されている四半期毎の財務業績の内容に関する開示に加えて、現在進行している四半期途中の経営成績について開示しなければならないかを扱った、巡回区控訴裁判所レベルでは、最初の判決である⁽¹⁾。

米国において公開会社は、経営成績および財務状態を明らかにするため、様式 10-K による年次報告書および様式 10-Q による四半期報告書を作成して、SEC に提出しなければならない。

いずれの様式にも、「経営者の見解と分析 (Management Discussion and Analysis=MD & A)」と呼ばれる欄があり、「継続的経営から生じる売上高、収入、収益に重要な影響を与えることが合理的に予想される、知られたる傾向、事件ないし不確実性」を記載することが求められる。営業利益などに、プラスまたはマイナスの影響を大きく及ぼす相当の見込みがある傾向または不確実性に関し会社側が知ることができたものにつき、意見を述べなければならないのである。これは、わが国の営業報告書における「会社に対処すべき課題」に相当すると考えられる。

それに対し、支配権の移動および資産の獲得など、一定の重要な事実が生じたときに提出される、様式 8-K による臨時報告書では、経営成績

四半期中の企業情報の開示義務

の変化の開示は求められていない。それ故、売上高および収入などの変化は、四半期ごとに開示すれば足り、期中の情報開示は明文上、法律に規定されていない。⁽²⁾

被控訴人 DEC は、第3四半期終了の11日前に、優先株の公募を開始した。そして、当該四半期の経営成績が悪かったことが、公募終了後3週間で判明したことから、証券の公募に際して、進行している四半期中の経営成績について、会社が当該期中の情報を開示すべきであったかが問題となった。

2 一括登録制度による証券の募集

DEC は、様式 S-3 に基づき募集を行い、一括登録制度により優先株の募集を行っている。この「一括登録制度」とは、資本規模が大きく、証券の発行者に関する広範な情報を提供している会社が、一定枠の証券につき2年間までの公募をあらかじめ登録しておく。そして、登録された範囲内で、発行者が適当と考える時期に、適当と考える量の証券を発行して、資金を調達できる制度である。⁽³⁾

一括登録制度は様式 S-3 による登録会社のみ認められている。様式 S-3 による登録は、登録会社が一定の利用適格要件を満たし、かつ、1934年証券取引所法による継続的開示義務を最低1年間履行している場合に限り、利用できる。また、様式 10-Q による四半期報告書および様式 8-K による臨時報告書に記載されていない企業情報に関しては、「重要な変化」となるもののみ開示義務を負う。⁽⁴⁾

そこで、Shaw 事件では、一括登録による証券発行について、もし DEC の経営者が第3四半期中の経営成績に関する情報を知っていた場合、当該情報を3月21日付の追補目論見書に記載しなかったことが、「重要な変化」を開示する義務に違反する行為であったかが争われた。

3 四半期中の予測情報の開示義務

被控訴人 DEC は、「明確な線引ルール (bright-line rule) により、四半期中の情報は四半期が終了するまで公表する義務はなく、そのことは会社が証券を公募するときでも変わらない」と主張する。

しかし、第一巡回区控訴裁判所は、被控訴人の当該主張を排斥し、公募を行う発行者が、四半期中の情報を開示する義務を負うことを、証券発行における情報開示の重要性に基づき、以下のよう⁽⁵⁾に指摘する。

①公募は発行者または引受人が公募価格を定め、投資家としては公募価格を信頼するよりほかないから、公募価格と結びついた情報開示は、1934年証券取引所法による定期的情報開示よりも厳格なものが求められる。

②完全かつ迅速な開示の必要性は、被控訴人 DEC のように、一括登録制度に基づき証券を発行する場合には、より一層高まる。なぜならば、一括登録制度では証券発行の際に、より質の高い情報が、タイムリーに開示される保障がないからである。

そのため、SEC 規則は、証券発行時の開示を確保するために、登録届出書の効力発生後の訂正および追補目論見書の提出を求めている。さらに、SEC 規則は、一括登録制度を利用できる発行者を、その会社の情報が広く流布しており、証券アナリストにより、当該情報が継続的に分析されている会社に限定している。

③被控訴人 DEC が主張する「明確な線引ルール (bright-line rule)」は、一括登録制度が DEC に認められる理由である「様式 S-3 による登録会社が質の高い会社情報を継続的に市場に供給している」という前提に反するため、認められない。

すなわち、第一巡回区控訴裁判所は、「発行者が有している未公開情報に基づき、『予測される四半期の結果が、すでに公表している予測情報と著しく乖離する』場合には、公募を行う公開会社は当該情報を登録届出書に追加記載すべき義務を負う」と説示する。また、ビスピークス・コーションの法理との関係では、「被控訴人による注意を喚起する表示

四半期中の企業情報の開示義務

は、『近い将来に、リストラクチャリング準備金の積増しを必要とするかもしれない』という可能性について、明白な警告を投資家に与えるものではなかった」と指摘する。

4 開示義務者と開示義務内容

Shaw 判決は、前述したように、公開会社が、四半期途中の業績に関する情報について、開示義務を負う場合があることを、初めて連邦裁判所が判示した点に意義がある。しかし、このような開示義務を負うための要件については、二つの限定が付されている。

①四半期途中の業績に関する開示義務は、証券を公募する場合に限定されるのであり、1934年証券取引所法による定期的な継続開示義務に服する公開会社の全てが、そのような開示義務を負うわけではない。

第一巡回区控訴裁判所は、インサイダー取引規制の「開示せよ、さもなくば取引を控えよ」という法理に基づき、証券の発行者はインサイダーの地位に立つことから、1933年証券法による証券発行時の情報開示が、1934年証券取引所法による定期的な情報開示よりも、厳格な開示義務を課している、と判断したのである。

②四半期中のすべての業績の変動が開示の対象となるのではない。進行している四半期途中の業績は、その後の様々な出来事の影響を受けて、四半期終了時には、「重要性」の要件を欠くこともある。それ故、四半期終了時に公表した情報から予測される結果と、「著しく乖離」するような結果を生じる蓋然性がある場合に限り、「重要な変化」として開示義務の対象になる。

そのため、四半期決算が予想外かつ重大な業績不振に終わる場合であり、その四半期終了間際に、一括登録された証券を会社が発行するという稀なケースでしか、四半期途中の情報の重要性を認定できないのではないか、という懸念がある。

Shaw 判決は、一括登録制度を利用した証券の公募において、発行者が情報を開示する必要性を強調しているため、本判決の影響はそのような公募の場合に限定される、と言えるかもしれない。

しかし、様式 S-1 または様式 S-2 に基づく証券の公募においても、目論見書に「経営者の見解と分析 (Management Discussion and Analysis = MD & A)」欄があり、営業利益などにプラスまたはマイナスの影響を大きく及ぼす相当の見込みがあり、会社が知ることができた場合には、意見を述べなければならない。⁽⁶⁾ そのため、「四半期中の情報がこれに該当する」ならば、公表情報からの「著しい乖離」がなくても、開示を要することになるであろう。

- (1) *Shaw Case Comment*, 31 *Suffolk U. L. Rev.* 1023 (1998).
- (2) Note, *Living in a Material World: Corporate Disclosure of Midquarter Results*, 110 *Harv. L. Rev.* 923 (1997).
- (3) Rosen, *Liability for "Soft Information": New Developments and Emerging Trends*, 23 *Sec. Reg. L. J.* 3, 14 (1995).
- (4) Note, *Who is Bespeaking to Whom? Plaintiff Sophistication, Market Information, and Forward-Looking Statements*, 45 *Duke L. J.* 579, 594 (1995).
- (5) *Shaw v. Digital Equipment Corp.*, 82 F. 3d 1194 (1st Cir. 1996).
- (6) 龍田 節「将来情報の開示の促進」証券取引法研究会国際部会編『欧米における証券取引制度の改革』(日本証券経済研究所, 1997年) 41頁。

IV 日本の予測情報の開示規制

1 将来情報の開示規定

米国では、SEC が制定したセーフ・ハーバー規則によって、誠実にかつ合理的な根拠をもってなされた将来予測に関する表示が保護され、判例法に基づくビスピークス・コーションの法理によって十分な注意文言を伴った予測の表示が保護されるようになった。当該法理は予測情報の開示を奨励するのに一定の効果をもっている。

四半期中の企業情報の開示義務

また、1995年証券私的訴訟改革法の制定により、1933年証券法 27A 条および1934年証券取引所法 21E 条が新設され、ビスピークス・コーションの法理にならって、将来予測に関する表示についての免責規定が明文化されている。これらの要件を満たす表示については、不実表示の責任を問うことができないとすることにより、将来情報の開示が奨励されている。

他方、わが国においては、米国とは異なり、セーフ・ハーバー規定およびビスピークス・コーションの法理に相当する法規制は存在しない。しかし、将来情報の開示に関する規定は、幾つか存在する。そこで、日本法における予測情報の表明に関する規定を概観する。⁽¹⁾

(1) 内部者取引との関係

売上高・経常利益または純利益について、公表がされた直近の予想値に比較して、会社が新たに算出した予想値または決算において、一定の幅以上の差異が生じたことは、内部者取引の関係で重要事実だとされる（証取法166条、企業内容等の開示に関する省令（企業開示省令）18条1項）。

すなわち、差異が生じたことについて公表がされるまでは、会社の取締役または従業員など内部者が、職務の関係など自己の地位に基づいてそれを知って証券を取引してはならない。この場合、予想値は予測情報である。

(2) 半期報告書における予測開示

半期報告書には、下半期の生産および販売などについて、確実な見通しがある場合、根拠を示してその概要を記載することが可能である（企業開示省令18条1項、15条1号）。下半期の生産および販売などは予測情報であるため、確実な見通しがある場合に限り、記載することができる。そして、下半期の生産および販売などの予測に係る根拠を示さなければ

ならない。

(3) 設備新設等の計画の開示

設備の新設、重要な拡充および改修、またはこれらの計画がある場合、完成予定年月日および完成後の増加能力を含む一定の事項を、有価証券報告書および有価証券届出書に記載しなければならない（企業開示省令8条1項）。

(4) 会社に対処すべき課題

営業報告書には、「会社に対処すべき課題」を記載すべき欄がある（株式会社の貸借対照表、損益計算書、営業報告書及び附属明細書に関する規則（計算書類規則）45条1項5号）。これに記載する内容は、予測情報の表明といえる。

2 四半期開示と不実表示に係る経営者責任

(1) 四半期情報の開示規制と問題点

よりタイムリーかつ積極的な企業情報の開示は証券の流動性を高め、企業の資金調達に寄与することになる。現在、東京証券取引所のマザーズ市場の上場会社およびナスダック・ジャパン市場の公開会社は、四半期毎の決算開示を義務づけられている。

これら企業以外に、2003年度から義務づけの方針にあるが、東京証券取引所の一部市場または二部市場の上場会社のうち、四半期財務情報の開示をする企業数は、着実に増加している。⁽²⁾ これら企業においては、予測情報に関する開示を詳細に行う企業は極めて多い。

しかし、東京証券取引所の一部市場および二部市場の上場会社に対する四半期財務情報の開示は今のところ、法律上の義務ではないため、開示項目および形式が明確ではなく、企業間に戸惑いが見られるのも事実である。また、開示項目および形式に関し市場間で相違があるため、投

四半期中の企業情報の開示義務

資家に混乱を生ずるおそれがあることも指摘されている。⁽³⁾

さらに、四半期財務諸表の外部監査の必要性が問題となっている。とりわけ、予測情報に関する開示の内容が株価に影響を及ぼすことが多大であることから、予測情報⁽⁴⁾が不実表示に該当するかが、今後、経営者の民事責任に大きく係わることになる。

(2) 不実表示と民事責任

① 会社法上の責任

会社法および証券取引法は、企業内容の正確性を確保するために、不実表示について、会社および会社関係者に対する民事責任を規定している。とりわけ、証券取引法は投資家を保護するため、株価に影響を与える情報を重要事実として、会社の財務内容に関する情報開示を規定する。⁽⁵⁾

すなわち、投資家による証券の市場取引を通じ、会社経営に対する評価を行わせることにより、⁽⁶⁾間接的にコーポレート・ガバナンスが行われている。また、不実開示を防止またはそれによる被害者を救済するためには、刑事制裁だけでは必ずしも十分ではない。そこで、商法および証券取引法は会社経営者に対し、様々な民事責任を課している。

会社法は取締役が計算書類に記載すべき「重要な事項」につき、虚偽の記載を行ったことにより第三者が損害を被った場合、取締役はその職務を行うにつき、悪意または重大なる過失がありたるものとして、計算書類などを承認した取締役と連帯して、第三者に対し損害賠償責任を負う（商法266条ノ3）。当該民事責任は、民法709条の不法行為要件とは無関係に、本規定上の要件が満たされれば成立する。⁽⁷⁾

取締役または元引受証券会社が、株式の募集に当たり、重要な事項につき不実の記載ある目論見書および株式申込書などの文書を、公衆の目に触れる状態に置いたときは、不実文書行使罪として、罰則が課せられる（商法490条）。

取締役の民事責任は、虚偽の記載と損害との間に因果関係が存在する場合に生ずる。取締役の職務の重要性に鑑み、無過失の立証責任は取締役の側にある⁽⁸⁾。しかし、当該取締役が計算書類の作成に直接関与せず、または作成権限がなく、善意無過失であれば、その責任は否定されるであろう⁽⁹⁾。ただし、作成権限を有する取締役の業務執行を監督する義務に違反する責任が生ずる余地はある（商法260条1項）。

② 証券取引法上の責任

証券取引法は、「重要な事項」につき虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合に、証券の取得者に対し責任を負うべき旨を規定する。このような規定は、目論見書、有価証券届出書および有価証券報告書における不実表示について存在する。

まず、証券取引法が適用される企業の場合、有価証券届出書および有価証券報告書などに重要な事項につき虚偽の記載をした者は、虚偽文書提出罪として、刑事罰に処せられる（証取法197条1項2号）。また、有価証券届出書の届出効力の停止および訂正届出書の提出命令などの制裁対象となる（証取法7条以下）。有価証券報告書に関しても、同様の行政処分がある（証取法24条の2、24条の3）。

財務諸表における不実の記載は、株主を含む投資家および債権者に直接的な損害を被らせる危険性がある。証券取引法に違反する当該行為により、会社は行政処分が下される。不実表示の記載がなされている計算書類を、有価証券届出書などに援用した場合、有価証券届出書または有価証券報告書などの虚偽記載となる。その結果、当該書類を提出した取締役は、民事責任（証取法18条、21条、22条、24条の4）を負うとともに、刑事罰が科せられる（証取法197条1項）。

他方、発行会社の取締役は、開示情報が虚偽記載であったり、または重要事実が省略されたことにより生じた、投資家の損害に対し賠償する

四半期中の企業情報の開示義務

責めに任ずる（証取法16条以下）。しかし、有価証券届出書の記載が不実であることを知らず、かつ相当な注意を用いたにもかかわらず、虚偽の記載を知ることができなかつた場合、取締役は民事責任を免れる（証取法21条2項）。

民事責任は、証券の発行市場および流通市場に係る情報の開示義務が問題となる。例えば、証券の募集または売出に際し、有価証券届出書の不実記載を原因とした損害により、投資家は発行会社の役員（取締役および監査役）、証券の売出人、公認会計士・監査法人、元引受証券会社に対する求償が可能である（証取法18条、21条、22条）。また、目論見書に重大な不実記載がある場合、発行会社の役員および売出人は民事責任を負う（証取法17条、18条、21条⁽¹⁰⁾）。

このように、わが国における不実表示に係る民事責任の規定によれば、重要事項について虚偽の記載をしたり、または誤解を生じさせることになる重要事実の省略をするのでなければ、民事責任が生じない。また、不実表示に関するこれらの規定は、ハード情報とソフト情報（予測情報⁽¹¹⁾）とを区別していない。

- (1) 龍田 節「将来情報の開示の促進」証券取引法研究会国際部会編『欧米における証券取引制度の改革』（日本証券経済研究所、1997年）27頁。
- (2) 東京証券取引所「エクステンジ・スクエア」2002年2月号5頁，日本経済新聞2002年9月9日付夕刊。
- (3) 岸田雅雄『ゼミナール会社法』（日本経済新聞社、2000年）276頁。
- (4) 東京証券取引所・前掲注(2)7頁。
- (5) 今川嘉文『相場操縦規制の法理』（信山社、2001年）216-218頁。
- (6) 岸田雅雄「商法・証券取引法から見た企業の違法行為のチェックシステム」ジュリスト1129号34頁。
- (7) 田中誠二＝山村忠平『五全訂コンメンタール会社法』（勁草書房、1994年）847頁。
- (8) 弥永真生『企業会計と法』（新世社、1995年）149頁。
- (9) 大阪地判昭和60年4月30日判例時報1162号163頁。
- (10) 堀口 亘『最新証券取引法』（商事法務研究会、1995年）172-188頁。

(11) 尾崎安央「企業のソフト情報の開示規制とその問題点」早稲田法学67巻1号55頁。

お わ り に

日本法において、予測情報の表示が現実の結果と合致しなかったとき、いかなる場合にその表示が「重要な事項」に該当しないと解することができるのか。予測情報に特有の問題として、①将来のことを確実に予測するのは不可能だから、表示通りにならないとき常に結果責任を問うのは酷であり、②表示を受ける側も予測は外れることがあるのは承知しており、それだけ割り引いて情報を評価するであろう。不実表示に関する規定は、重要な事項についての虚偽の記載とか、誤解を生じさせないために必要な重要な事実など、重要性を問題にしており、この解釈にはハード情報とは異なる考慮が求められる。

そこで、米国法から示唆を得るならば、「注意を喚起する表示が正確なものであり、かつそれが将来に関する表示に直接関係のあるものである」ならば、わが国の商法および証券取引法に規定する民事責任は生じないのではないか。また、注意を喚起する表示が具体的なものであって、特定の将来予測、見積り若しくは意見に適合するような形で表示される場合にも同様であろう。すなわち、注意文言を正確かつ具体的に表示することは、予測情報における不確定要素に伴うリスクを評価するに当たって、投資家をして誤解を生ぜしめる可能性を減少させることになるからである。

しかし、虚偽若しくは誤解をもたらすものであることを知りながらなされた将来に関する表示は、そこに十分な注意文言が付されていたとしても、不実表示として民事責任が生ずるものと考えられる。この場合には、将来に関する表示が重要であるかどうかという問題とは別に、その表示を利用して投資家の適切な投資判断を誤導する意図をもって、故意により不実の表示をしたと認められるからである。

四半期中の企業情報の開示義務

取引所上場会社の四半期開示が義務化されるなど、企業の財務情報の開示頻度が高まるにつれ、期中であっても、相場に影響を与える予測情報であれば、その開示要請はますます強くなるであろう。そのため、外部監査人など企業の財務情報の開示に関与する第三者機関による当該予測情報の信頼性を評価してもらうシステムが必要になるであろう。