

ソフト・インフォメーションの開示の法的課題

下 中 和 人 著

兵庫県立大学政策科学研究所

兵庫県立大学政策科学研究叢書 LXXXVII

ソフト・インフォメーションの開示の法的課題

下 中 和 人 著

兵庫県立大学政策科学研究所

は し が き

本書は、いわゆるソフト・インフォメーションの開示についての法的規制の在り方に関して、これまでに発表した拙稿を、その後の研究成果を踏まえて、加筆修正したものに、新たに書き下ろしたものを加えて、まとめたものである。企業内容開示制度は、会社法と金融商品取引法の交錯する分野であって、これまで私の研究の対象の中心としてきた課題である。

わが国においては、ソフト・インフォメーションの開示が、主として、会社法および金融商品取引法の下で、部分的に要求または許容されている。ところが、それにもかかわらず、そのような開示に伴って生じる法的諸問題について詳細な検討を加えるものがこれまでのところほとんど見られない状況となっている。これに対し、アメリカにおいては、そのような問題をめぐって活発な議論が展開されている。そこで、本書では、アメリカ法との比較法的研究を重視して、ソフト・インフォメーションの開示をめぐる法的諸問題の解明を試みたものである。

本書は、神戸法学雑誌 49 巻 4 号、長崎県立大学論集 36 巻 3 号、商大論集 57 巻 3 号および 62 巻 1・2 合併号ならびに神戸商科大学創立 80 周年記念論文集に発表した拙稿を基礎として執筆したものである。しかし、その中には、会社法および金融商品取引法の制定以前に発表したものもあり、また、その発表後に見解を改めたところもある。したがって、本書に収録するに当たり、その後の状況を踏まえて、大幅な加筆修正をし、さらに、全体のバランスに配慮して、表題を若干変更したものも含んでいる。

本書の構成は、第一章「ソフト・インフォメーションの開示の現状と課題」、第二章「将来情報の開示とそれに伴う民事責任」、第三章「アメリカにおける将来情報の開示とセーフ・ハーバーの規定の解釈——重要性の判定に焦点を当てて——」、第四章「アメリカ法における将来情報の開示と更新の義務」、第五章「アメリカにおける企業買収の計画の開示と更新の義務」および第六章「アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革とその効果」となっている。以上の構成から明らかなように、本書は、ソフト・インフォメーションの開示に伴って生じる法的諸問題のうち、将来に関する情報を中心に検討を加えたものである。したがって、その全般にわたって検討を加えるまでには至っていない。今後の研究によって、その内容を深化させるとともに、その範囲を拡大させることが私の課

題となっている。そのような認識の下で、今般、諸賢のご批判を仰ぐために、私のこれまでの研究をまとめる意義があると考えた次第である。

本書に収録した各論文の執筆は、多くの先生方のご指導およびご研究に負うところが大きい。とりわけ、指導教授である神崎克郎先生の懇切なご指導がなかったら、本書を完成させることはできなかったであろう。感謝して止まないゆえんである。しかし、今となっては、神崎先生から直接ご教示をいただくことができなくなったと思うと、本当に残念でならない。

なお、本書は、研究科長である高須教夫先生からのご示唆を契機として執筆を開始したものである。未熟な私にこのような機会を与えていただいたことについて、ここに記して、謝意を表すことにしたい。

平成24年9月

下中 和人

目 次

はしがき	i
第一章 ソフト・インフォメーションの開示の現状と課題	1
第一節 はじめに	1
第二節 将来情報の開示の現状	3
第三節 将来情報の開示に伴う問題点	9
第四節 おわりに	16
第二章 将来情報の開示とそれに伴う民事責任	21
第一節 はしがき	21
第二節 アメリカ法の検討	22
第三節 日本法への示唆	82
第四節 むすび	87
第三章 アメリカにおける将来情報の開示とセーフ・ハーバーの規定の解釈 ——重要性の判定に焦点を当てて——	89
第一節 はじめに	89
第二節 判例の展開	92
第三節 ブライト・ライン・ルールに基づく重要性の判定とその当否	106
第四節 日本法への示唆	115
第五節 おわりに	117
第四章 アメリカ法における将来情報の開示と更新の義務	119
第一節 はじめに	119
第二節 判例の展開	121
第三節 連邦証券諸法の改正とその影響	135

第四節 おわりに	139
第五章 アメリカにおける企業買収の計画の開示と更新の義務	143
第一節 はじめに	143
第二節 連邦証券諸法に基づく開示の要請	146
第三節 判例の展開	152
第四節 おわりに	164
第六章 アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革とその効果	167
第一節 はしがき	167
第二節 証券民事訴訟制度の改革の概要	169
第三節 改革の効果	177
第四節 むすびにかえて	187

第一章 ソフト・インフォメーションの開示の現状と課題

第一節 はじめに

企業内容の開示は、主として、会社法および金融商品取引法の要求するところとなっている。そこでは、いわゆるソフト・インフォメーション⁽¹⁾が開示されることがある。それは、株主・債権者の権利行使の実質化⁽²⁾および投資者の投資判断に必要なまたは有益なものを含んでいるといつてよいであろう⁽³⁾。

なかでも、株主、会社債権者、社債権者および投資者にとって、会社の将来に関する情報は重要な判断資料となりうるものである⁽⁴⁾。そのことから、わが国においては、会社法および金融商品取引法の下で、将来情報の開示が部分的に要求または許容されている。それに加えて、上場会社は、取引所の自主規制の下で、決算の発表に当たり、次期の業績予想を公表することが要請されている⁽⁵⁾。

株主、会社債権者および投資者が、会社の将来性に着目して、さまざまな意思決定を行うことに鑑みるならば、将来情報の開示は奨励されるべきものであるということができであろう⁽⁶⁾。しかしながら、そのような情報は、不確実なものであるがゆえに、現実の結果に合致しない場合がありうるという危険を包含している。ここに、そのような情報の開示に伴って、さまざまな法的問題が生じることになる。

そこで、以下においては、ソフト・インフォメーションのうち、将来に関する情報に焦点を当てて、わが国において、具体的にどのような開示が要求または許容されているかを明らかにするとともに、そのような情報の開示に伴い、どのような法的問題が生じうるかを検討することにしよう。

注

(1) アメリカにおいては、客観的に検証可能な歴史的な事実をハード・インフォメーションと定義されており、それ以外の情報を総称して、ソフト・インフォメーションと定義されている。それには、意見、動機および意図のような主観的な分析や推量の表示ならびに予測や予想のような将来に関する表示などが含まれる（In re Craftmatic Securities Litigation, 890 F.2d 628, 642 (3d Cir. 1989) 参照）。このような概念は、弁護士シュナイダー氏

2 ソフト・インフォメーションの開示の現状と課題

が提唱したものとされている (Schneider, Nits, Grits, and Soft Information in SEC Filings, 121 U. Pa. L. Rev. 254 (1972) 参照)。

(2) 鈴木竹雄＝河本一郎・証券取引法 [新版] 90 頁 (昭和 59 年)。

(3) 会社法に基づく開示は、株主等が議決権などの行使にかかる意思決定をするのに必要または有益な情報の提供を目的とする。これに対し、金融商品取引法に基づく開示は、投資者が投資判断をするのに必要または有益な情報の提供を目的とする。

(4) 将来志向の情報の重要性について、次のように指摘する学説が見られる。

「……株主に対して株主に留まるべきか否か、投資家に対して株主となるべきか否か、債権者に対してその債権の価値が異なるものであるか、さらには会社の取引先に対して会社との取引を開始し、継続し、あるいは拡張すべきか否かの判断資料を提供するための情報開示としては、会社の過去の経営内容、営業成績および財産状態の開示だけでは、必ずしも十分なものとはいえない余地がある。これらの者にとっては、会社の将来の収益力あるいは財産状態こそが重要なのである。会社の過去の収益力あるいは財産状態がいくかに良好であっても、会社の将来のそれが極めて悪いならば、株主も債権者も安心してその状態に留まることができないであろうし、投資家や取引先はその会社に投資をしあるいはその会社と取引することをためらうであろう。反対に、会社の過去の収益力または財産状態が劣悪であっても、会社の将来のそれが大きく改善するならば、株主や債権者も安心してその地位に留まり、また投資家や取引先は会社に投資をしあるいは会社と取引をしようとするであろう。

すなわち、会社をめぐるこれらの利害関係者にとっては、会社の将来の収益力、財産状態こそが重要なものであり、過去の経営内容、営業成績あるいは財産状態は、会社の将来の収益力、財産状態を推測する資料としてのみ重要なのである。」(神崎克郎「将来志向の情報開示をどうすべきか」判例タイムズ 434 号 2 頁 (昭和 56 年))

なお、尾崎安央「アメリカ連邦証券法規制における MD&A 制度の生成——経営者による財務状況と経営成果に関する討議・分析情報の開示——」早稲田法学 77 巻 3 号 49—50 頁 (平成 14 年) においても、同じような趣旨の記述が見られる。

(5) このような業績予想の開示は、記者クラブである兜倶楽部の要請を踏まえて始まった慣行であり、その後、取引所がその慣行を引き継ぐ形で業績予想開示の要請を続けてきたことによって、その実務は広く定着しているところである (日本証券経済研究所・上場会社における業績予想開示の在り方に関する研究会報告書 2 頁 (平成 23 年))。なお、この報告書は東京証券取引所のホームページで閲覧することができる (<http://www.tse.or.jp/rules/kessan/gyouseki/index.html>)。

(6) これに対し、将来情報の開示の契機に消極的な見解も存在する。経済情勢が激動している時代において、将来の見通しをたてることは極めて困難であり、結果的に株主をミスリードすることになりかねないことおよび取締役

が不当にその責任を追及されるおそれが生ずることなどを理由に、経済界はほぼ全面的に将来情報の開示に反対するところとなっている（元木伸「株式会社計算・公開改正試案に対する各界意見の分析〔二〕」商事法務 874 号 807 頁（昭和 55 年）参照）。また、事実の記載すら必ずしも正確にやっていないような現状において、将来の予測を書かせることにすると、開示内容がますますいまいかげんなことになりはしないかとの懸念から、将来情報の開示に反対する学説（鴻常夫ほか・株式会社計算・公開・新株引受権付社債 改正会社法セミナー（4）103 頁〔竹内昭夫発言〕（昭和 61 年））も見られたところである。

しかしながら、学説のそのような指摘は、いかんとして企業内容の開示の正確性を担保すべきかを不実表示の責任の在り方とも関連させて検討すべき論拠とはなりえても、そのことが直ちに将来情報の開示を否定すべき論拠とはなりえないのではなかろうか。また、経済界が将来情報の開示に反対する理由は、かつて、アメリカにおいて、将来情報の開示が禁止されてきた理由に符合するものということができるであろう。しかし、アメリカにおいては、現在では、将来情報の開示が奨励されている。むしろ、そのような理由は、アメリカにおいてそうであったように、わが国において、将来情報の開示に伴って生じうる法的問題について、なにかんづく不実表示の責任の在り方も含めて、改めて検討を加える契機となっていると捉えることが可能ではなかろうか。

第二節 将来情報の開示の現状

わが国において、将来情報の開示は、主として、会社法および金融商品取引法の下で、要求または許容されることとなっている。さらに、そのような法定開示以外のものとして、上場会社は、決算の発表に当たり、取引所の自主規制によって、次期の業績予想を開示することが要請されることとなっている。以下においては、このような制度の下で、具体的に会社のどのような将来情報が開示されるものとなっているかを明らかにしよう。

一 会社法に基づく開示

会社法という公開会社の事業報告においては、株式会社の現況に関する事項中に、対処すべき課題を記載することが要求されている（会社法 435 条 2 項ならびに会社法施行規則 119 条および 120 条 1 項 8 号を参照）。ここでいう課題には、構造不況、貿易摩擦、為替相場変動、景気の動向、原材料の安定的供給の確保、販売力や技術開発力の強化の

必要、公害問題、技術革新等さまざまなものが考えられ、各会社に固有の課題のほか業界全体の課題も含まれる⁽¹⁾。それは、経営者が今後の会社経営上課題と考える事項を記載させようとするものであり、将来志向の情報の開示を求めるものである⁽²⁾。さらに、それとの関連で、次期の売上高や利益の予想が記載されることもある⁽³⁾。

二 金融商品取引法に基づく開示

1 対処すべき課題

金融商品取引法の下で作成を要求されている有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書および半期報告書においては、事業の状況中に、対処すべき課題を記載することが要求されている（有価証券届出書については、金融商品取引法5条1項ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令8条1項1号および第2号様式を、目論見書については、金融商品取引法13条2項および企業内容等の開示に関する内閣府令12条1号イを、有価証券報告書については、金融商品取引法24条1項ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令15条1号イおよび第3号様式を、半期報告書については、金融商品取引法24条の5ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令18条1項1号および第5号様式を参照）。そこには、会社の事業上および財務上の対処すべき課題について、その内容および対処方針等を具体的に記載することが要求されている（企業内容等の開示に関する内閣府令第2号様式の記載上の注意（32）、第3号様式の記載上の注意（12）および第5号様式の記載上の注意（11）を参照⁽⁴⁾）。

2 設備の新設、除却等の計画

金融商品取引法の下で作成を要求されている有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書および半期報告書においては、設備の状況中に、設備の新設、除却等の計画を記載することが要求されている（有価証券届出書については、金融商品取引法5条1項ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令8条1項1号および第2号様式を、目論見書については、金融商品取引法13条2項および企業内容等の開示に関する内閣府令12条1号イを、有価証券報告書については、金融商品取引法24条1項ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令15条1号イおよび第3号様式を、半期報告書については、金融商品取引法24条の5ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令18条1項1号および第5

号様式を参照)。そこでは、会社に重要な設備の新設、拡充、改修、除却、売却等の計画がある場合には、その内容（たとえば、事業所名、所在地、設備の内容、投資予定金額（総額および既支払額）、資金調達方法（増資資金、社債発行資金、自己資金、借入金等の別をいう）、着手および完了予定年月、完成後における増加能力等）を、セグメント情報に関連付けて記載することが要求されている（企業内容等の開示に関する内閣府令第2号様式の記載上の注意（39）、第3号様式の記載上の注意（19）および第5号様式の記載上の注意（15）を参照）。

3 手取金の使途

金融商品取引法の下で作成を要求されている有価証券届出書および目論見書においては、募集要項の項目で、証券等の新規発行による手取金の使途を記載することが要求されている（有価証券届出書については、金融商品取引法5条1項ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令8条1項1号および第2号様式を、目論見書については、金融商品取引法13条2項および企業内容等の開示に関する内閣府令12条1号イを参照）。ここでは、会社が取得する手取金の使途を設備資金、運転資金、借入金返済、有価証券の取得、関係会社に対する出資または融資等に区分し、手取金の総額ならびにその使途の区分ごとの内容、金額および支出予定時期を具体的に記載することが要求されている（企業内容等の開示に関する内閣府令第2号様式の記載上の注意（20）a）。したがって、ここでは、いわば資金計画の記載が要求されているものといえることができるであろう。

4 財政状態、経営成績およびキャッシュ・フローの状況の分析

金融商品取引法の下で作成を要求されている有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、半期報告書および四半期報告書においては、事業の状況中に、財政状態、経営成績およびキャッシュ・フローの状況の分析を記載することが要求されている（有価証券届出書については、金融商品取引法5条1項ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令8条1項1号および第2号様式を、目論見書については、金融商品取引法13条2項および企業内容等の開示に関する内閣府令12条1号イを、有価証券報告書については、金融商品取引法24条1項ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令15条1号イおよび第3号様式を、半期報告書については、金融商品取引法24条の5ならびに企業内容等の

開示に関する内閣府令 18 条 1 項 1 号および第 5 号様式を、四半期報告書については、金融商品取引法 24 条の 4 の 7 ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令 17 条の 15 第 1 項第 1 号および第 4 号の 3 様式を参照)。そこでは、会社の代表者による財政状態、経営成績およびキャッシュ・フローの状況の分析・検討内容（たとえば、経営成績に重要な影響を与える要因についての分析、資本の財源および資金の流動性にかかる情報）を具体的に、かつ、分かりやすく記載することが要求されており（企業内容等の開示に関する内閣府令第 2 号様式の記載上の注意（36）a、第 3 号様式の記載上の注意（16）、第 5 号様式の記載上の注意（13-2）および第 4 号の 3 様式の記載上の注意（9）a を参照）、そこで将来に関する事項を記載する場合には、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要求されている（企業内容等の開示に関する内閣府令第 2 号様式の記載上の注意（36）c、第 3 号様式の記載上の注意（16）、第 5 号様式の記載上の注意（13-2）および第 4 号の 3 様式の記載上の注意（9）c を参照）。したがって、そこには、将来に対する経営者の見通しを記載することが許容されているものということができるであろう⁽⁵⁾。

5 事業等のリスク

金融商品取引法の下で作成を要求されている有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、半期報告書および四半期報告書においては、事業の状況中に、事業等のリスクを記載することが要求されている（有価証券届出書については、金融商品取引法 5 条 1 項および企業内容等の開示に関する内閣府令 8 条 1 項 1 号を、目論見書については、金融商品取引法 13 条 2 項および企業内容等の開示に関する内閣府令 12 条 1 号イを、有価証券報告書については、金融商品取引法 24 条 1 項および企業内容等の開示に関する内閣府令 15 条 1 号イを、半期報告書については、金融商品取引法 24 条の 5 および企業内容等の開示に関する内閣府令 18 条 1 項 1 号を、四半期報告書については、金融商品取引法 24 条の 4 の 7 および企業内容等の開示に関する内閣府令 17 条の 15 第 1 項第 1 号を参照）。

有価証券届出書、目論見書および有価証券報告書においては、財政状態、経営成績およびキャッシュ・フローの異常な変動、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が要求されている（有価証券届出書については、金融商品取引法5条1項ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令8条1項1号および第2号様式の記載上の注意（33）aを、目論見書については、金融商品取引法13条2項および企業内容等の開示に関する内閣府令12条1号イを、有価証券報告書については、金融商品取引法24条1項ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令15条1号イおよび第3号様式の記載上の注意（13）を参照）。これに対し、半期報告書および四半期報告書においては、財政状態、経営成績およびキャッシュ・フローの異常な変動等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項が発生した場合また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は、その旨およびその具体的な内容を分かりやすく記載することが要求されている（半期報告書については、金融商品取引法24条の5ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令18条1項1号および第5号様式の記載上の注意（11-2）aを、四半期報告書については、金融商品取引法24条の4の7ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令17条の15第1項第1号および第4号の3様式の記載上の注意（7）aを参照）。

さらに、そこでは、そのような記載に関連して、将来に関する事項を記載することが許容されている（有価証券届出書については、金融商品取引法5条1項ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令8条1項1号および第2号様式の記載上の注意（33）cを、目論見書については、金融商品取引法13条2項および企業内容等の開示に関する内閣府令12条1号イを、有価証券報告書については、金融商品取引法24条1項ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令15条1号イおよび第3号様式の記載上の注意（13）を、半期報告書については、金融商品取引法24条の5ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令18条1項1号および第5号様式の記載上の注意（11-2）cを、四半期報告書については、金融商品取引法24条の4の7ならびに企業内容等の開示に関する内閣府令17条の15第1項第1号および第4号の3様式の記載上の注意（7）cを参照）。

三 金融商品取引所の要請に基づく開示

上場会社は、取引所の自主規制に基づいて、その決算の発表に当たり、次期の業績予想を公表することが要請されている。その内容は、通期決算短信および四半期決算短信

において、直ちに開示されるものとなっている（たとえば、東京証券取引所の有価証券上場規程 404 条を参照）。現在のところ、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、1 株当たり純利益および配当の予想を特定の数値で発表している上場会社が多いようである⁽⁶⁾。それに加えて、定性的事項の開示の充実も図られており、当期の業績の概況のみならず、次期の見通しや利益配分に関する事項などを分析的に記述することも要請されている。これによって、ほとんどの上場会社は取引所の要請に応じて業績予想の開示を行っており、開示を行っていないものはごく一部にとどまっている状況にあるといわれている⁽⁷⁾。昭和 49 年以降、わが国の上場会社のほとんどが決算発表と同時に次期の業績予想を継続的に発表しており、業績予想の開示はわが国独自の制度として定着するところとなっている⁽⁸⁾。

なお、次期の業績予想の発表は、取引所の記者クラブにおいて決算短信等を配布して記者会見の形式で行うことが通例となっている。しかし、その内容は報道機関を通じて広範に伝達されることから、一般投資者は容易にそれを知ることができるものとなっている。

注

(1) 上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫編・新版注釈会社法（9）418－419 頁〔神田秀樹執筆〕（昭和 63 年）。なお、企業秘密の観点から、課題についての対処方針、計画等の記載は強制されていない。

(2) 神崎克郎「商法上の会社開示の充実——営業報告書による開示」判例タイムズ 839 号 141 頁（平成 6 年）。

(3) 会社の計算書類等研究会「営業報告書の記載事項について（4）」商事法務 996 号 55 頁〔窪内義正発言〕（昭和 59 年）参照。もとより、これらに記載を要するものではなく、あくまでも、対処すべき課題に関連して、任意に記載されるにすぎないものである。

(4) この点は、対処方針の記載が要求されていない事業報告とは異なる点である。

なお、具体的な記載との関連で、どの程度の記載を必要とするかは、検討を要する重要な問題である。対処すべき課題への対処方針が企業秘密に及ぶような場合には、そのすべてについて詳細な開示を必ずしも要しないものと解すべきであろう。なぜならば、企業秘密はノウハウを含むものであり、その開示は会社に不利益をもたらし、場合によっては、それを他者に利用されるおそれ大きいからである。このような場合も考慮すると、具体的な記載の程度いかんは、ケース・バイ・ケースで判断するよりないであろう。

(5) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎・金融商品取引法入門（第2版）271頁（平成23年）。これは、企業内容等の開示に関する内閣府令の平成15年改正で追加された開示項目である。

わが国におけるこのような開示項目は、アメリカにおいては、MD&Aの開示項目に相当するものである。それは、会社の事業についての長期および短期の分析を投資者に提供することによって、経営者の目を通して会社を見る機会を提供することが意図されている（Securities Act Release No. 6711（April 17, 1987））。なお、アメリカにおけるMD&A制度の詳細については、尾崎安央「文章による企業財務情報の開示——営業報告書開示の充実に向けて——」現代英米会社法の諸相 321—330頁（平成8年）および尾崎安央「アメリカ連邦証券法規制におけるMD&A制度の生成——経営者による財務状況と経営成果に関する討議・分析情報の開示——」早稲田法学 77巻3号 32頁以下（平成14年）を参照。

(6) もっとも、特定の数値で予想を開示せず、レンジ形式で予想を開示する会社などがまれに見られるところである。決算の発表に当たっては、将来予測情報の開示に関する各社の実情に照らして、決算短信の様式を、次期の業績予想について従来の表形式のものか新たな自由記載形式のものかを選択することができるようになっている。現在のところ、多くの上場会社は、取引所の要請に応じて、特定の数値で、決算短信の表形式にしたがって、次期の業績予想を公表するところとなっている。以前は、業績予想の開示を行わない場合、その時点で、業績予想を開示できない理由の説明を要求されていたが、現在は、その理由の開示が要求されないものとなっている。

(7) 日本証券経済研究所「上場会社における業績予想の開示の在り方に関する研究会報告書」5頁（平成23年）。

(8) 池谷誠＝岸谷暁＝中野八英・証券訴訟の経済分析 124頁（平成21年）。

第三節 将来情報の開示に伴う問題点

以上のように、わが国においては、会社法および金融商品取引法の下で、将来情報の開示が部分的に要求または許容されるとともに、上場会社にあつては、金融商品取引所の規則に基づいて、決算の発表に当たり、次期の業績予想の開示が要請されている。以下において、このような将来情報の開示に伴って、どのような法的問題が生じうるかを検討することにしよう。

一 業績予想の開示の法定化とその当否

会社法の下では、将来情報として、公開会社の事業報告において、株式会社の現況に

関する事項中に、対処すべき課題の記載が要求されるにすぎない。これに対し、金融商品取引法の下では、将来情報として、対処すべき課題に加えて、設備の新設、除却等の計画および手取金の使途の記載が要求されるとともに、財政状態、経営成績およびキャッシュ・フローの状況の分析および事業等のリスクに関連して、将来に関する事項を記載することが許容されている。したがって、総体的に見ると、法定開示において、比較的详细な将来情報が開示されるものとなっている。

しかし、そこで開示されている情報が一般投資者の投資判断にどれほど役立っているかは疑問である⁽¹⁾。なぜならば、一般投資者の投資判断にもっとも役立つ将来情報といえば、売上高、利益（損失）、1株当たり利益（損失）、配当の予想であるところ、法定開示においては、そのような情報の開示が要求されていないからである。むしろ、金融商品取引所の要請に基づいて公表されている次期の業績予想が一般投資者にとってより役立つものといつてよいであろう⁽²⁾⁽³⁾。そうであるならば、金融商品取引所の要請に基づく次期の業績予想の公表を、金融商品取引法の開示制度に取り込むべきかどうかという問題——業績予想の開示の法定化の当否の問題——について検討を要するものというべきであろう。

諸外国において、業績予想の開示を法的に強制するところは存在しない。わが国においても、業績予想の開示は取引所の要請に基づく自発的なものにすぎない。将来情報の開示が奨励されているアメリカにおいては、業績の予想が現実の結果と齟齬した場合、その予想が不実の表示に当たるものとして、会社およびその関係者がその責任を追及される訴訟の提起が数多く見られるところである。けだし、業績予想の開示の法定化は奨励を超えるものであるから、もしもわが国においてそれを法定化するならば、業績の予想が現実の結果と齟齬した場合にその予想が不実の表示に当たるものとして、会社およびその関係者がその責任を追及されるおそれが相当に高まることが懸念されるところである⁽⁴⁾。

また、合理的な業績予想を有していないのに無理をして作成および開示をすることにより、不合理な業績予想を開示した結果、証券市場をミスリードしてしまう可能性があり、上場会社に必要以上の事務作業の負担を生じさせる可能性があることを踏まえる必要がある⁽⁵⁾。

以上の点に鑑みると、わが国においては、業績予想の開示の法定化は、少なくとも、

現時点においては、いささか無理があるものといわざるをえないのではなかろうか。

二 将来情報の開示とそれに伴う民事責任

すでに述べたように、会社の将来に関する情報は、株主、会社債権者および投資者にとって重要な判断資料となりうるものである。したがって、その開示は奨励されるべきものであるといつてよいであろう。しかし、そのような情報は、不確実なものであるがゆえに、現実の結果に合致しない可能性を有している。このため、それが現実の結果に合致しなかった場合、不実の表示に当たるものとして、事後的に民事責任を追及されるおそれがある。

したがって、将来情報の開示を奨励するに当たっては、それがどのような場合であれば不実の表示に関する民事責任を生ぜしめないものと解することができるかという問題を解明することが不可欠である。そうでないと、会社経営者は、自発的には、そのような危険を伴う開示はしないだろうからである⁽⁶⁾。

この問題については、すでに、わが国においても、業績の予想の公表との関連で、検討を加える学説が見られる。そこでは、業績の予想は、それが予想である限りその内容が将来の実績と合致しないことがあるし、またそうであるからといって会社の経営者がそのことのゆえに法的な責任を問われるべきではない。しかし、そのような業績の予想が公表当時の会社をとりまく諸般の状況にかんがみ合理的な根拠を欠くものであるときは、そのような業績予想の公表をした会社経営者は、そのことにつき法的な責任を免れることができない⁽⁷⁾ものと主張されている。

このような解釈論は、わが国において、業績予想の開示に伴う法的責任の在り方との関連で、学説の一般に認めるところとなっているといつてよいであろう。しかし、このような解釈論との関係では、法的には、次のような問題についてさらに慎重な検討を要するものというべきであろう。

第一に、このような解釈論が、そもそも、わが国において、業績の予想を含む将来情報の開示を奨励するのに効果的なものといえることができるかどうかである。アメリカにおいては、証券取引委員会（SEC）によるセーフ・ハーバー・ルール⁽⁸⁾の制定を契機として、将来情報の開示が奨励されることとなっている。そこでは、将来に関する表示が誠実でなく作成されまたは合理的な根拠なく作成されているのでない限り、詐欺的な

表示とはみなされないものと規定されている（証券法規則 175 および証券取引所法規則 3b-6 参照）⁽⁸⁾。

しかし、それにもかかわらず、アメリカにおいては、SECのセーフ・ハーバー・ルールは将来情報の開示を奨励するのに効果的なものでないといわれている。なぜならば、そこで規定されている「誠実」および「合理的な根拠」の要件の立証に当たり、それらが事実に関する争点を生ぜしめ、迅速な訴えの却下を不可能とすることが多いために、被告が抗弁としてそれをほとんど利用することがないからである⁽⁹⁾。

わが国において主張されているそのような解釈論も、業績予想の開示に伴う法的責任を生ぜしめるかどうかを判定するのに、合理的な根拠があったかどうかの立証を要することになる。しかし、そのような解釈論がSECのセーフ・ハーバー・ルールによって明文化されているアメリカにおいても、それが将来情報の開示を奨励するのに効果的なものでないといわれていることに鑑みると、わが国において、そのような解釈論が業績の予想を含む将来情報の開示を奨励するのに効果的なものとなるかどうかは疑問であるといわざるをえない。

第二に、そのような解釈論が、不実の開示に関する民事責任の規定のすべてにおいて妥当するものということができるかどうかである。ただし、そのような解釈論は、業績の予想が合理的な根拠に基づくものである以上は、将来の実績と異なる予想をしたことについて過失がないものと認定することが可能であるから、そのような予想をした会社経営者は法的責任を問われるべきでないとい主張するものであろう。そうであるならば、ここでは、そのような予想をするに当たり合理的な根拠があったかどうかを過失の認定の要素としているものと解することができるであろう。不実の開示に関する会社経営者の責任は、会社法および金融商品取引法の下で過失責任とされているから（会社法 429 条 2 項ただし書および金融商品取引法 21 条 2 項 1 号・21 条 3 項・22 条 2 項・24 条の 4 を参照）、そのような解釈論に基づいて、予想の表示について会社経営者の法的責任を検討することに特段の問題はないものといつてよいであろう。

しかしながら、予想の表示について有価証券の発行者の法的責任を検討する場合においてもなお、そのような解釈論が妥当するかどうかは、いささか疑問の存するところである。なぜならば、予想の表示について発行者の法的責任を生ぜしめるかどうかを判定するのに、そのような予想をするに当たり合理的な根拠があったかどうかという考慮を

持ち込むことは、実質的には、過失責任の規定を解釈するものにほかならないのであって、金融商品取引法の下で不実の開示に関する発行者の責任が無過失責任の規定である（金融商品取引法 18 条および 21 条の 2 を参照）ことと整合的でないからである。ここに、そのような解釈論には限界があるものといわざるをえないであろう⁽¹⁰⁾。

したがって、予想を含む将来情報の開示に伴う民事責任の在り方を検討するに当たっては、そのような情報の開示を奨励するのに有用で、しかも不実の開示に関する民事責任の規定一般に妥当するような解釈論を模索することが必要であるというべきではないであろうか。

三 将来情報の開示とその修正

会社の将来の予想に関連して、その予想の基礎となる社会経済上の環境は急速に変動することがあり、その変動を正確に予想することは至難であることが少なくない⁽¹¹⁾。したがって、会社の当初の予想が現実の結果に合致しないことがしばしば起こりうる。一般論としては、いったん開示した予想の情報に関して、新たに投資判断に与える影響が大きい修正情報を持った場合には直ちにそれを開示することが適切であるといえよう。なかんずく、業績の予想については、もしも当期決算の見通しの変化を見込んだ時点でタイムリーに修正しないまま決算発表を迎えれば、サプライズを起こし、株式等の異常な価格形成や資本コストの上昇ひいては証券市場に対する信頼の低下を招く可能性があり、さらには、内部者取引を誘発する可能性もあるからである⁽¹²⁾。

しかし、そうであるからといって、会社を取り巻くその後の状況の変化に応じて、予想を始めとする将来情報のすべてにわたって、直ちに修正の開示を要求するものとするのもまた適切ではないであろう。そのような修正の開示をすべてにわたって要求することは、将来情報の開示をためらわせることになりかねないところであって、そのために将来情報の開示が控えられるならば、投資者の保護の後退を生ぜしめるであろう。さらに、そのような情報の中には、時間の経過につれて、重要性を失うものもある⁽¹³⁾ のであって、そのような場合にまで将来情報の開示の修正を要求することは、投資者にとってほとんど意味がないのみならず、会社に過重な負担をもたらすことになるだけであろう。

したがって、将来情報の開示の修正を要求するとしても、具体的にどのような場合に

それを要求することが適切かという問題について理論的な検討を加えることが必要である。しかるに、わが国においては、そのような問題について検討を加えるものがほとんど見られない状況となっている⁽¹⁴⁾。

注

(1) 鈴木竹雄＝河本一郎・証券取引法〔新版〕94頁（昭和59年）参照。

(2) 鈴木＝河本・前掲注（1）95頁参照。

取引所の記者クラブで公表される次期の業績予想は報道機関を通じて新聞等で伝達されるために、一般投資者はそのような新聞報道等で次期の業績予想を知ることが多い。したがって、それは、新聞、放送等のメディアを通じてその内容が公表されることから一般投資者がその内容を直接かつ容易に知ることができるために、一般投資者に容易に利用される実効的な開示となっている（神崎克郎・証券取引の法理 320頁（昭和62年））。また、それに基づくアナリスト等の業績予想が経済紙等で報道され、一般投資者はそれを投資判断資料として利用するところとなっている。したがって、これらの新聞報道等の業績予想も一般投資者にきわめて役立つ情報であるといつてよいであろう。

(3) 有価証券報告書は事業年度終了後3か月以内に内閣総理大臣に提出されなければならないものとされており（金融商品取引法 24条1項参照）、現実には、事業年度終了後3か月が経過する直前に提出されることが多い。これに対し、上場会社は、有価証券報告書の提出に先立って、事業年度終了後2か月が経過する前に、取引所の記者クラブで次期の業績予想を公表するのが通例となっている（神崎・前掲注（2）329頁注7参照）。それによって、一般投資者は、法定開示に先立ち、投資判断に有用な将来情報を迅速に知ることができるものとなっている。この点においても、取引所の要請に基づく業績予想の開示は、重要な意味を有するものといえることができる。

(4) もっとも、わが国においては、現在のところ、そのような責任を追及する訴訟の提起はほとんど見られない。しかし、だからといって、今後もそのような訴訟が提起されることはないとは断定することはできない。現実には、将来情報の開示が奨励されているアメリカにおいては、そのような訴訟が頻発しており、将来情報の開示とそれに伴う責任の在り方について、なかならず免責の条件を明確にするために、活発な議論が展開されているところである。業績予想の開示の法定化は奨励を超えるものであり、もしもわが国においてそれを法定化するならば、むしろ、不表示の責任を追及する訴訟を提起される可能性が高まるものというべきであろう。

(5) 日本証券経済研究所「上場会社における業績予想の開示の在り方に関する研究会報告書」13頁（平成23年）。

(6) 鈴木＝河本・前掲注（1）92頁。

(7) 神崎・前掲注（2）326頁。

(8) この規定は、将来に関する表示が誠実にかつ合理的な根拠をもって作成されている限り、そのような表示は虚偽の表示に当たらないものとすることを意味するものである。アメリカにおいては、それがSECの規則の下で明文化されているのに対し、わが国においては、それに相当する明文の規定がなく、不実の開示にかかる法的責任に関する規定の解釈論として主張されているところである。

(9) 下中和人「アメリカにおける将来情報の開示とセーフ・ハーバーの規定の解釈——重要性の判定に焦点を当てて——」商大論集62巻1・2号35頁(平成22年)参照。

(10) これに対し、それらの規定との関係でも、予想が合理的な根拠に基づくものであった場合には、虚偽記載等に該当しないと解するべきであると主張する学説が見られる(岸田雅雄監修・注釈金融商品取引法(第1巻)定義・情報開示251頁注13および301頁注3[加藤貴仁執筆](平成23年))。しかし、無過失責任の規定を解釈するに当たって、過失の有無を考慮することは背理であって、本文で述べたところから、そのような明文の規定が置かれているアメリカとは異なり、わが国において、解釈論でそのような主張を正当化することには無理があるといわざるをえないであろう。

(11) 神崎克郎「将来志向の情報開示をどうすべきか」判例タイムズ434号3頁(昭和56年)。

(12) 日本証券経済研究所・前掲注(5)15-16頁参照。その趣旨は、業績予想の開示の修正を要求することは、健全な証券市場の維持および内部取引の未然防止に有用であるというところにあるといつてよい。

そのことから、取引所は、業績の予想の修正の開示を要求するところとなっている。たとえば、東京証券取引所の規則によれば、上場会社は、当該上場会社の属する企業集団の売上高、営業利益、経常利益または純利益について、公表された直近の予想値と比較して当該上場会社が新たに算出した予想値または当連結会計年度の決算において差異が生じた場合は、直ちにその内容を開示しなければならぬ(有価証券上場規程405条1項)ものとするとともに、当該上場会社の剰余金の配当について予想値を算出した場合は、直ちにその内容を開示しなければならぬ(有価証券上場規程405条2項)ものとされている。具体的には、新たに算出した予想値を公表した直近の予想値と比較して10パーセント以上の売上高の増減がある場合または30パーセント以上の営業利益、経常利益もしくは純利益の増減がある場合に修正の開示を要するものとされている(有価証券上場規程施行規則407条1項参照)。これは投資者の投資判断に及ぼす影響が重要であることによるものである。

(13) 下中和人「アメリカ法における将来情報の開示と更新の義務——判例の展開を中心として——」長崎県立大学論集36巻3号164-168頁(平成14年)参照。

(14) このような問題は、アメリカにおいては、将来情報の開示とそれに伴う更新義務の存否の問題として、判例および学説において活発に議論が展開されているところである。その詳細については、下中・前掲注(13)153頁以下を参照。

第四節 おわりに

すでに述べたように、いわゆるソフト・インフォメーションの開示に伴って、さまざまな法的問題が生じる。なかんずく、それは、将来に関する情報について妥当するところである。そこで、ソフト・インフォメーションのうち、将来に関する情報に焦点を当て、わが国において、具体的にどのような情報の開示が要求または許容されているかを明らかにするとともに、そのような情報の開示に伴って、どのような法的問題が生じるかを明らかにしてきたものである。

以上に論じてきたところから、わが国においては、将来情報の開示に伴う民事責任および更新義務の在り方について理論的な検討を加えることが必要であって、そのことが当面の課題となっているものといつてよいであろう。しかし、現在のところ、わが国においては、それらが裁判で現実の問題となることはほとんどなく、それゆえに検討の対象となる素材が十分に存在しない状況にあるといつても過言ではない。これに対し、アメリカにおいては、それらの問題について、判例および学説において活発な議論が展開されている。したがって、わが国において、それらの問題について理論的な検討を加えるに当たっては、アメリカ法との比較法的研究を行うことが有益であろう⁽¹⁾。

ところで、取引所の要請に基づく業績予想の開示の在り方についての検討に関連して、わが国において、以下のように、注目すべき展開が見られる。それは、政府が閣議決定した「新成長戦略」⁽²⁾において、金融戦略の一環として、取引所における業績予想開示の在り方の検討を盛り込んだことが発端となっている。日本経済団体連合会は、かねてよりその見直しを要望しており、そのことを契機として、次のように述べている。

「業績予想開示については、わが国では既に四半期決算短信や四半期報告に基づくタイムリーな実績情報の開示がなされていることから、従来のような有用性はなくなっている。業績予想開示の今日的意義とそのための実務負担を総合的に勘案し、廃止あるいは完全な自主開示化および決算短信の様式の見直しを検討すべきである。」⁽³⁾

これを受けて、取引所は、業績予想の開示の在り方についての検討を開始し、その検討の結果を発表するに至っている。そこでは、近年の上場会社の事業環境をめぐる不確実性の増大を背景に、上場会社を取り巻く環境変化に対応した柔軟な業績予想開示の実現を図る観点から、投資者ニーズを踏まえつつ、上場会社の実情に応じた多様な将来予

測情報の開示を行うことができるような取扱いを整備するとともに、業績予想開示を実質的に強制するものと理解されている従来の実務を廃止するに至っている⁽⁴⁾⁽⁵⁾。このような業績予想開示に関する実務上の取扱いの見直しは、経済界の要望にもほぼ沿ったものということができるであろう。

確かに、業績予想の開示が完全任意となるならば、上場会社の事務負担は軽減するであろう。しかし、その反面、完全任意となることで、そのような開示をしない会社が増加するのではないであろうか⁽⁶⁾。

もっとも、経済界が主張するように、業績予想の開示について、従来のような有用性がなくなっていることを肯定することができるならば、業績予想の開示について完全な自主開示化を検討することもあながち不当であるとはいえないかもしれない。それでは、経済界が主張するように、従来と比較して、業績予想の開示の有用性が本当に失われているのであろうか。この問題を検討するに当たって、次のような指摘は注目すべきものを含んでいる。

「経営者が有している将来に対する経営方針、その背景となる経済・市場認識、経営管理上重視している他の経済指標、設備投資計画や人員計画など、直接的な業績予想の数値以外の投資者が投資判断を行う際に役立つ様々な将来予測情報を開示することが有用であると考ええる。上場会社の創意工夫により、投資者の投資判断に有用な情報について重要性を踏まえた自由度の高い開示が行われることも望ましいと考えられる。

また、業績予想の数値を開示する際には、その試算の前提とした諸条件や、その根拠あるいは変動の可能性等について説明することが重要である。今後、数値を一人歩きさせず、必要に応じて補足説明を行うことの必要性がより一層高まると考えられる。」⁽⁷⁾

そこでは、業績予想以外の投資判断に有用な将来予測情報を開示することの重要性に加えて、業績予想の開示についても、その前提となった諸条件および根拠ならびにその変動の可能性などを開示することの重要性が指摘されているものと理解してよいのではなかろうか。むしろ、そのことは業績予想の開示をさらに充実させる必要があることを示唆するものであるといつてよいであろう。将来情報の開示のさらなる充実が望まれるゆえんである。

注

(1) したがって、次章以下において、アメリカ法との比較法的研究を重視して、それらの問題について検討を加えている。

(2) 平成22年6月18日の閣議決定。なお、その詳細については、首相官邸のホームページで閲覧することができる (<http://www.kantei.go.jp/jp/sinseichousenryaku/>)。

(3) 日本経済団体連合会「財務報告に関わるわが国開示制度の見直しについて」(平成22年7月20日)。

(4) 東京証券取引所「業績予想開示に関する実務上の取扱いについて」2頁注2参照(平成24年3月21日・4月5日一部追記)。なお、ここでいう従来の実務とは、業績予想を特定の数値で開示する原則と異なる取扱いを必要とする場合に取引所に事前相談を要することならびに業績予想を行わない場合もしくは独自の形式で開示する場合にその理由の開示を要することをいう。

(5) なお、業績予想の開示については、決算短信に設けられている開示の記載欄を外すとともに、業績予想を行わない場合または独自の形式で行う場合にその理由の開示を要求しないものとするように実務上の取扱いを見直すことが予定されていると報じられていたところである。「業績予想の開示は上場企業の完全任意に」T&A master 420号10頁参照(平成23年)。

しかし、上場会社は、引き続き、投資者の投資判断に有用な将来予測情報の開示を要請されており、決算発表に際して、将来予測情報の開示に関する各社の実情に照らして、決算短信の様式を、次期の業績予想について従来の表形式のものか新たな自由記載形式のものかを選択することができるようになっていすぎない(東京証券取引所・前掲注(4)2-7頁参照)。

もっとも、従来のように、業績予想の開示をしない理由の開示が要求されることがないので、業績予想の開示の実質的な強制は後退したものであることができるであろう。

(6) 東京証券取引所による「上場会社が決算短信において『次期の業績予想』を開示しないこととした場合であっても、社内において『次期の業績予想』に相当する情報を有しており、その内容が前期の実績値と乖離したものである場合(有価証券上場規程施行規則第407条第1項各号に定める重要性の判断基準に該当する場合)には、その内容を直ちに開示することが必要となります。……上場会社においては、期初に『次期の業績予想』を開示しないこととした場合であっても、社内において『次期の業績予想』に相当する情報を有している場合には、『業績予想』に関する開示が一切不要になるわけではないことについて、適切にご理解いただき、社内関係者にも十分にご周知ください」(東京証券取引所・前掲注(4)9-10頁)という説明は、この点に配慮したものであろうか。

(7) 日本証券経済研究所「上場会社における業績予想の開示の在り方に関する研究会報告書」20頁(平成23年)。

なお、アメリカにおいては、次のような記述から明らかのように、SECのセーフ・ハーバー・ルールの制定に当

たり、投資者に誤解を生ぜしめないために、予測の前提条件を開示することが重要であることが認識されている。

「一定の状況の下で、(予測の) 基礎となっている前提条件の開示は、予測されている結果の理解にとって重要でありうる。たとえば、予測されている結果が期待されている一定程度の売上高および収益への貢献を充足する新製品またはサービスの導入を相当の程度に基礎とする場合、このような情報 (を開示すること) なく予測を開示することは誤解を生ぜしめるものとなりうるのである。」(Securities Act Release No. 5992 (Nov. 7, 1978))

第二章 将来情報の開示とそれに伴う民事責任

第一節 はしがき

証券取引規制の下で要求されている企業内容の開示は、投資者に対する投資判断資料の提供を目的とする。すでに述べたように、わが国においては、将来情報の開示が部分的に要求または許容されるところとなっている。予想や予測のような将来に関する情報は、投資者が投資判断をするのに有益なものであり、その開示は奨励されるべきものであるということができよう。

しかし、そのような情報は、不確実なものであるがゆえに、現実の結果に合致しないことが起こりうる。そのような場合、不実の表示に当たるものとして、事後的に民事責任を追及されるおそれがある⁽¹⁾。もしもこのような場合に不実表示の責任を当然に問うことができるものとするならば、将来情報の開示を萎縮させることになるであろう。

したがって、将来情報に開示を奨励するに当たっては、それがどのような場合であるならば、不実の表示に関する民事責任を生ぜしめないものと解することができるかという問題を検討することが不可欠であろう⁽²⁾。しかるに、わが国においては、このような問題について詳細に検討を加えるものがこれまでのところほとんど見られないといっても過言ではない。

これに対し、アメリカにおいては、現在では、連邦証券取引委員会（SEC）のセーフ・ハーバー・ルール、判例において発展してきたビスピークス・コーションの法理および制定法におけるセーフ・ハーバーの下で、将来情報の開示が奨励されるものとなっている。このような状況の下で、アメリカでは、将来情報の開示とそれに伴う民事責任の関係をめぐって活発な議論が展開されている。

そこで、以下においては、このような問題に関するアメリカ法の展開を明らかにし、それを踏まえて日本法にどのような示唆を得ることができるかを論じることとする。特に、ここでは、アメリカにおける規制の仕方をわが国に導入すべきかどうか、もしもこれを肯定するのであれば、それをどのような形で導入することが適切かというところに焦点を当てて検討を試みることにしたい。

注

(1) わが国においては、会社法および金融商品取引法の下で、不実の表示に関する民事責任の規定が置かれている。会社法は、計算書類および事業報告ならびにこれらの附属明細書ならびに臨時計算書類に記載すべき重要な事項についての虚偽の記載をしたときは、取締役および執行役はこれによって第三者に生じた損害を賠償する責任を負うものと規定する(会社法 429 条 2 項口)。また、金融商品取引法は、有価証券届出書または目論見書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、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ときは、発行者および有価証券届出書の提出時・目論見書の作成時の役員は損害賠償の責任を負うものと規定する(金融商品取引法 18 条・21 条 1 項 1 号および 3 項・22 条)とともに、有価証券報告書、半期報告書または四半期報告書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、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ときは、発行者およびそれらの書類の提出時の役員は損害賠償の責任を負うものと規定する(金融商品取引法 21 条の 2・24 条の 4・24 条の 4 の 7 第 4 項・24 条の 5 第 5 項)。わが国においては、現在のところ、このような責任を追及する証券民事訴訟の提起が問題となることはほとんどないが、それらの規定を根拠として、不実表示の責任を問われるおそれがある。現実には、アメリカにおいては、そのような責任を追及する証券民事訴訟の提起が多く見られるところである。

(2) 不実表示があった場合についての損害の賠償責任は、それが効果的に追及されるときは、現実には被害を被った者の救済のために有益であるのみならず、情報開示を行う者に対して、十分な注意と慎重な配慮の下に、正確で誤解をもたらさない開示を行わせる点で、予防的な機能を発揮することができる(神崎克郎=志谷匡史=川口恭弘・金融商品取引法 549 頁(平成 24 年))。しかし、将来情報の開示をする場合は、十分な注意と慎重な配慮の下に、予想や予測を行い、それらを開示したとしても、それらが現実の結果と相違することがありうる。このような場合に、不実の表示に基づく損害賠償責任をひろく認めるならば、情報開示を行う者に対して、予防的な機能が過度に発揮されることになり、将来情報の開示を減少させてしまうであろう。したがって、その免責の条件を明確にすることは、将来情報の開示を奨励するのにきわめて意義があるものといえることができるであろう。

第二節 アメリカ法の検討

一 SEC のセーフ・ハーバー・ルール

SEC が将来情報の開示を禁止する従来の政策を転換して、その開示を奨励するために、1979 年に制定した証券法規則 175 および証券取引所規則 3b-6 が、一般に、SEC

のセーフ・ハーバー・ルールと呼ばれるものである。アメリカにおける将来情報の開示の奨励は、SECがセーフ・ハーバー・ルールを制定したことが発端となっている。このような規則を制定した趣旨は、予想にかかる情報の開示を奨励し、予想の開示についての過度な法的責任から会社を保護することを意図したものである⁽¹⁾。

ところで、SECのセーフ・ハーバー・ルールについては、わが国においてもすでに詳細な研究が発表されている⁽²⁾。そこで、以下においては、従来の研究とは少し視点を変えて、セーフ・ハーバー・ルールについて検討することにした。

1 概要

SECのセーフ・ハーバー・ルールである証券法規則 175 および証券取引所規則 3b-6は、規制の内容としては、実質的に同じものとなっている。そこで、以下では、証券法規則 175 を紹介しよう。

証券法規則 175——発行者による一定の表示についての責任

(a) 発行者によりもしくは発行者のためにまたは発行者に利用されている社外の審査者によってなされる本条の(b)項の範囲内の表示は、そのような表示が合理的な根拠を有することなくなされもしくは再確認され、または誠実でなく開示されたことが証明されない限り、(本条の(d)項で定義されている) 詐欺的な表示であるとはみなされないものとす。

(b) 本規則は次のような表示に適用される。

(1) SEC提出書類、(本章の規則 249. 308a の) 様式 10-Qに基づく四半期報告書の第 I 部、または (本章の規則 240. 14a-3(b)および(c)もしくは規則 240. 14c-3(a)および(b)である) 1934 年証券取引所法規則 14a-3(b)および(c)もしくは 14c-3(a)および(b)の要件を満たす株主向け年次報告書になされている (本条(c)項に定義されている) 将来に関する表示、書類が提出されもしくは年次報告書が公衆に利用可能となった日付後にそのような将来に関する表示を再確認する表示、またはそのような将来に関する表示をした後の合理的な期間内にそのような表示がSEC提出書類、様式 10-Qに基づく四半期報告書の第 I 部もしくは公衆に利用可能となった年次報告書において再確認される場合において、書類が提出されもしくは年次報告書が公衆に利用可能となった日付に先立ってなされた

将来に関する表示である。ただし、

- (i) そのような表示がなされもしくは再確認された時点で、発行者が 1934 年証券取引所法 13 条(a)項もしくは 15 条(d)項の報告要件に従うべきものであり、かつ適用のある場合は(本章の規則 239.13a-1 もしくは 239.15d-1 である)証券取引所法規則の 13a-1 もしくは 15d-1 の要件を満たして様式 10-K、20-F、もしくは 40-F に基づく直近の年次報告書を提出しているか、または、発行者が 1934 年証券取引所法 13 条(a)項もしくは 15 条(d)項の報告要件に従うべきものでない場合は、その表示が 1934 年証券取引所法の下で提出される登録届出書、募集説明書、権利の勧誘、または、レギュレーション A の下でまたは 1934 年証券取引所法 12 条(b)項もしくは(g)項にしたがって記載される書類または配信原稿においてなされていることを条件とする。および
 - (ii) その表示が 1940 年投資会社法の下で登録されている投資会社である発行者によりまたは発行者のためになされるものでないことを条件とする。および
- (2) SEC 提出書類、(本章の規則 249.308a の)様式 10-Q に基づく四半期報告書の第 I 部、または(本章の規則 240.14a-3(b)および(c)もしくは規則 240.14c-3(a)および(b)である)1934 年証券取引所法規則 14a-3(b)および(c)もしくは 14c-3(a)および(b)の要件を満たす株主向け年次報告書において開示されている情報で、次のことに関連するもの
- (i) 自発的に、または、(本章の規則 229.303 の)レギュレーション S-K の項目 303 の「財務状況と営業成績についての経営者の検討と分析」、(本章の規則 249.220(f)の)様式 20-F の項目 5 の「営業および財務の概況と見通し」、(本章の規則 229.302 の)レギュレーション S-K の項目 302 の「補足財務情報」もしくは(本章の規則 210.3-20(c)の)レギュレーション S-X の規則 3-20(c)にしたがって提供される、企業に及ぼす物価変動の影響、または
 - (ii) 自発的に、または、(本章の規則 229.302 の)レギュレーション S-K の項目 302 にしたがって提供される確認済みの石油およびガスの埋蔵量の価値(たとえば、財務会計基準審議会による会計基準編纂書の 932-235-50-29 頁から 932-235-50-36 頁(採掘活動——石油およびガスの題目)で明らかにされている確認済みの石油およびガスの埋蔵量に関連する標準的な将来の割引キャッシュ・フロー法のようなもの)
- (c) 本規則の目的のために、将来に関する表示という文言は、次のものを意味し、かつそれに限定されるものとする。

- (1) 収益、収入（損失）、1株当たり利益（損失）、資本支出、配当、資本構成またはその他の財務項目を含む表示、
 - (2) 将来の営業活動に関する経営者の計画および目標、
 - (3) （本章の規則 229.302 の）レギュレーション S-K の項目 303 もしくは様式 20-F の項目 5 にしたがって記載される財務状況と営業成績についての経営者の検討と分析に含まれている将来の経済的業績についての表示、または
 - (4) 本条の(c)項の(1)号、(2)号もしくは(3)号に掲げられているあらゆる表示の基礎となっておりまたはこれに関連している前提条件について開示されている表示。
- (d) 本規則の目的のために、詐欺的な表示という文言は、1933年証券法またはその下で制定されている規則もしくはレギュレーションで使用されているそのような文言と同じように、重要な事実について真実でない表示、あらゆる重要な事実に関して虚偽もしくは誤解を生ぜしめる表示、表示が誤解を生ぜしめないために必要な重要な事実の記載漏れ、または詐欺を行うための相場操縦的、欺罔的もしくは詐欺的な策略、計略、陰謀、取引、行為、慣行、事業の過程または術策の使用を構成する表示を意味するものとする。

以上のように、SECのセーフ・ハーバー・ルールによって、誠実にかつ合理的な根拠をもってなされている将来に関する表示については、詐欺的な表示とはみなされないものとされている。したがって、そのような将来に関する表示については、連邦証券諸法の下で、法的責任を生ぜしめることがない。なお、ここでいう「合理的な根拠」の要件は、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、たとえ予想が後になって正確でないことが判明しても、満たされるものと解されている⁽³⁾。

2 問題点

以上のように、SECのセーフ・ハーバー・ルールによって保護される範囲は、かなり限定的なものとなっている。なぜならば、その適用の対象となる表示は、SEC提出書類においてなされまたは再確認されている将来に関する表示に限定されているからである。それでは、何故にSECがセーフ・ハーバー・ルールの適用の範囲をSEC提出書類に限定したのであろうか。この点について、SECはその理由を次のように説明し

ている。

「(証券取引) 委員会は、将来に関する表示を提出書類および年次報告書に記載させることは登録届出書および報告書の中の監査済財務諸表およびその他の開示の文脈を通じて、分析のためのより良い枠組みを投資者に付与するであろうと考える。加えて、(委員会の) スタッフの書類の審査および登録届出書に関する証券法の責任規定は、将来に関する情報の開示がより注意を払ってなされることを確実にすることを促進するであろう。

加えて、提出書類以外になされた表示についてのルールの利用可能性をそのような書類へのその後の記載に関連させることは、将来に関する情報の選択的な開示に関して、委員会の継続的な懸念を惹起する。これらの書類に将来に関する表示を記載させることは、すべての投資者にとって、そのような情報に対するより優れた利用可能性を促進するであろう。」⁽⁴⁾

SECがセーフ・ハーバー・ルールの適用の範囲をSEC提出書類に限定したのは、将来に関する表示は会社のSEC提出書類の全般を考慮して最もよく理解されるという仮定に基づいている⁽⁵⁾。しかし、多くの発行者は予想情報を求めるアナリストや機関投資家の需要に直面しており、その伝達の多くは非公式になされているものといわれている⁽⁶⁾。そうであるならば、セーフ・ハーバー・ルールは、将来に関する情報の開示との関連で、ほとんどの局面において保護を与えることがない⁽⁷⁾。

さらに、SECのセーフ・ハーバー・ルールは、次のような理由で、将来情報の開示を奨励するのに効果的なものでないことが指摘されるところとなっている。

第一に、セーフ・ハーバー・ルールの適用の範囲は、SEC提出書類に限定されているがゆえに、きわめて狭いものとなっている。

第二に、セーフ・ハーバー・ルールの「誠実」および「合理的な根拠」という要件の認定に当たり、時間と費用がかかり、しかも事実に焦点を当てた分析を必要とする⁽⁸⁾。したがって、被告となる会社は、抗弁としてセーフ・ハーバー・ルールをほとんど利用することがない。

第三に、証拠開示手続を要するがゆえに、事実審理以前の段階で、取るに足りない訴訟を迅速に却下することができない⁽⁹⁾。したがって、被告となる会社は、訴訟コストを依然として負担することになる⁽¹⁰⁾。

将来情報の開示をすることは、それをする会社が連邦証券諸法の詐欺禁止規定に基づ

いて提訴されるリスクを増加させることになる。現実の問題として、SECのセーフ・ハーバー・ルールは、将来情報の開示に関連する証券民事訴訟を減少させる効果をもたらしていない。むしろ、アメリカでは、将来情報の開示が証券民事訴訟を増加させてきたのであり、このような状況が、判例法におけるビスピークス・コーションの法理の発展および制定法におけるセーフ・ハーバーの制定を生ぜしめることになったといわれている⁽¹¹⁾。

SECのセーフ・ハーバー・ルールには、以上のような問題点が存在することから、多くの改正案が提言されているところである。しかし、いまだその改正が実現するには至っていない⁽¹²⁾。

注

(1) Note, Liability for Forward-Looking Statements : The Securities and Exchange Commission's Ambiguous Stance, 1993 Colum. Bus. L. Rev. 221, 223 (1993) 参照。

(2) 森田章・企業内容開示制度——法規制の展開と課題106-123頁(平成3年)、尾崎安史「企業のソフト情報の開示規制とその問題点(1)——米連邦法における議論を参考にして——」早稲田法学67巻1号55頁以下(平成3年)、龍田節「将来情報の開示の促進」欧米における証券取引制度の改革30-35頁(平成10年)参照。

(3) Calderon & Kowal, Safe Harbors : Historical and Current Approaches to Future Forecasting, 22 J. Corp. L. 661, 666 (1997) .

(4) Securities Act Release No. 6084 (June 25, 1979) .

(5) Calderon & Kowal, supra note 3, at 666.

(6) Comment, Private Securities Litigation Reform Act of 1995 : Do Issuers Still Get Soaked in the Safe Harbor ? , 27 Golden Gate U. L. Rev. 527, 536 n. 68 (1997) .

(7) Id. at 536.

(8) Calderon & Kowal, supra note 3, at 667.

(9) Ibid.

(10) Comment, supra note 6, at 536-537.

(11) 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——アメリカにおける議論の展開を中心として——」長崎県立大学論集35巻3号49頁(平成13年)。

(12) その詳細については、中中和人「予測開示と不実表示の責任——アメリカにおける Bespeaks Caution Doctrine の展開を中心に——」六甲台論集法学政治学篇 43 卷 1 号 47-48 頁（平成 8 年）参照。

なお、アメリカでは、将来情報の開示を奨励するのに効果的なものとするために、1995 年証券民事訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995）の制定に伴う連邦証券諸法の改正によって、1933 年証券法および 1934 年証券取引所法にセーフ・ハーバーをそれぞれ制定したことをもって、SEC のセーフ・ハーバー・ルールの改正に代えたようである。したがって、もとより、現在も、SEC のセーフ・ハーバー・ルールは、そのまま存在する。

二 ビスピークス・コーションの法理

アメリカにおいては、予想の表示が事実とならない場合、失望した投資者は、そのような開示は誤解を生ぜしめるものであったと主張して、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・ルールは、そのような訴訟を減少させる効果をもたらすものではなかった。そこで、裁判所は、取るに足りない訴訟を回避するために、訴え却下の申立てまたは略式判決を求める申立てに基づいて、ビスピークス・コーションの法理を適用して、訴訟を終了させてきたのである⁽¹⁾。

ビスピークス・コーションの法理は、将来に関する表示に十分な注意文言が付加されている場合には、連邦証券諸法の詐欺禁止規定の下で、不実の表示に基づく民事責任を問われないものとする法理である。それは、現在では、連邦の最高裁判所を除いて、ほとんどすべての連邦の巡回区控訴裁判所および地方裁判所において採用されるところとなっている。それは、予測や予想のような将来に関する表示に関して、証券詐欺の責任を追及される役員および取締役にとって、抗弁として利用可能なものとなっている⁽²⁾。

ビスピークス・コーションの法理は、もっぱら、アメリカの判例において発展してきたものである。したがって、その内容の詳細な検討をするためには、判例の展開を明らかにすることが必要である。そこで、以下においては、比較的最近の判例のうち、重要なものを選んで検討を加えることにしよう。

1 判例の展開

1 クライン 対 ファースト・ウエスタン・ガバメント社事件判決⁽³⁾

(1) 事実の概要

ファースト・ウエスタン・ガバメント社（以下、単に「ファースト社」という）は、1978年にサミュエルズが設立した会社であり、金融市場の商品の売買をする先渡取引を営業とするものである。シカゴ市にあるロー・ファームであるアーヴェイは、ファースト社の設立に当たり、サミュエルズを補佐した。その後、アーヴェイは、ファースト社の顧問となり、同社の取引の計画を記述するパンフレットを含む、ファースト社によって利用される書式の作成に関与した。ファースト社の要請を受けて、アーヴェイは、先渡取引に対する連邦所得税の取扱いについて、3通の意見書を作成し、それぞれ同社に宛てて送付した。

その意見書は、ファースト社と顧客が「決済日に先立って先渡契約を解除することに合意するならば、顧客の実現するその後の利益または損失は、その契約が解除される年度において、顧客の認識する通常の利益または損失を構成するに違いない」と結論するものであった。しかし、そこには、内国歳入庁および裁判所がこの意見書と正反対の結論を出すかもしれないことをファースト社に知らせる次の内容の文言がそれぞれの意見書で明らかにされていた。

1978年9月20日の意見書においては、「この意見は、以上に述べられた事実および条件の下で、ファースト社とその顧客との間の取引の終結を条件とし、さらにファースト社とその顧客が携わる取引が経済的な利益のためのもので、かつそれについての合理的な期待を有するものであるという御社の説明に明らかに制約を受ける。

この意見書は、御社の個人的な利用のためにのみ意図されたものであって、ファースト社以外の者によって信頼されるよう意図されたものではなく、かつそうあるべきではない……」とされている。1979年6月8日の意見書においても、同様の記述がある。

さらに、1980年11月12日の意見書においては、「以下で明らかにされている事実はファースト社とその顧客との間の取引に関するすべての重要な情報について正確かつ完全な表示を構成すること、および、ここでの情報が虚偽または誤解を生ぜしめないために必要な重要な事実が省略されていないことを御社はわれわれに通知した。

ここで述べられた結論は、御社がわれわれに表示をした……事実および状況を基礎と

するものである。もしも事実がここで記載されたものと異なるならば、われわれは取引に関する税法上の処理について何らの意見も表明するところがない。

われわれは、この意見書において特に述べられたもの以外の連邦法上の所得税の効果についての意見を何ら表明するものではない。州の地方税、連邦もしくは州の証券諸法または……その他の連邦法もしくは州法に関しても、何らの意見も表明するところがない。われわれは、また、この意見書で記述されている取引を開始することの当否について何らの意見も表明するところがない。なぜならば、そのような判断は、特定の納税者に影響を及ぼす個々の事実や事情を考慮に入れなければならないからである」とされている。

これらの意見書を読み、その内容を信頼したクラインとクノップは、1980年12月にファースト社と先渡契約を締結し、投資をした。しかし、彼らは、その投資によって相当の損失を蒙った。このため、彼らは、所得税の申告に当たり、それらの損失の控除の申請をしたところ、内国歳入庁はその申請を却下した。

そこで、クラインとクノップは、ファースト社、アーヴェイおよびサミュエルズを相手に、1934年証券取引所法10条(b)項の違反を理由として、損害の回復を求める訴えを連邦のペンシルヴァニア東部地区地方裁判所に提起した。原告は、アーヴェイがファースト社の取引計画について真実を知りまたは思慮を欠いて無視したのであり、その作成した意見書において、ファースト社の取引の現実の構造について重要な不実の表示および記載漏れがあったと主張した。これに対し、被告は、略式判決を求める申立てを行った。

地方裁判所は、原告の請求の一部を認容したが、一部を破棄した。これに対し、原告および被告のアーヴェイが控訴していたところ、連邦の第3巡回区控訴裁判所は、あらまし次のように判示して、地方裁判所の判決の一部を認容したが、一部を破棄し、事件を原審に差し戻した。

(2) 判決の要旨

ビスピークス・コーションの法理に基づいて略式判決を受ける資格があるとする被告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「あらゆる注意文言が（ビスピークス・コーションの）法理の適用を生ぜしめるとは

限らないであろう。その代わりに、免責条項は原告が信頼したと主張する表示に直接関連するものでなければならない。われわれがトランプ事件判決において述べたように、『投資はリスクを有すると（書類を）読む者に注意するにすぎない漠然としたもしくは概括的な（定型的文言の）免責条項は、通常、誤った情報を防ぐには不適切であろう。（注意文言が）十分であるためには、注意を喚起する表示が実質的なものであって、原告が争点とする目論見書の中の特定の将来の予測、見積もりまたは意見に照応するように記述されなければならない。』

そのように認識されるならば、原告がファースト社の取引に関する税法上の効果についての意見書の結論をさらに深く検討または考慮することなく、もっぱらそれに信頼した場合を除いて、『ビスピークス・コーション』の法理は本件には明らかに適用されることがない。その意見書における注意を喚起する表示は、アーヴェイが法律を誤って理解しまたは内国歳入庁が控除を否定するであろうというリスクを不正確に評価したかもしれないという可能性以上のものを示唆するところがない情報を投資者に提供するものであった。意見書は、アーヴェイがファースト社の取引計画の全体の構造について故意にまたは思慮を欠いて不実の表示をしていたというリスクを原告が推論すべきであった表示を記載するものではなかった。……

本件において、『ビスピークス・コーション』の法理の適用について理にかなった主張であるには、（アーヴェイの）意見が（ファースト社から）提供された事実に基づくとの単純な主張以上のものが要求される。……（アーヴェイの）意見はファースト社によって提供された事実に基づくものであるとのアーヴェイの表示はまた、事実が異なるものであることをアーヴェイが知らなかったという黙示の主張を含むものでもあった。したがって、アーヴェイが事実と異なることを知っていたという可能性を原告に警告することができるはずがないであろう。しかして、法理が原告の請求を阻止するには、その意見書が、基本的に、事実が異なるものであることをアーヴェイが知っている可能性があったこと、およびその意見書がファースト社とアーヴェイが茶番的行為であるとして知っている取引計画について合法的な外観を作出するように依頼されている偽物であったことを表示する免責条項を含むものであったことが必要であろう。われわれはそのような文言を認定するものでなく、したがって、原告の信頼が不合理であったという理由で、アーヴェイは自己に有利な略式判決を受ける資格がなかったものと結論する。」

(3) 判決の意義

先渡取引に対する連邦所得税の取扱いについて、決済日に先立って先渡契約を解除することに合意するならば、顧客の実現するその後の利益または損失は顧客の認識する通常の利益または損失を構成するに違いないというアーヴェイの意見に関連して、そのような意見はファースト社から提供された事実を基礎とするもので、もしも事実が異なるならば、取引に関する税法上の処理について何らの意見も表明するところがないとの注意文言が付加されている。判決においては、先渡取引に対する連邦所得税の取扱いにかかる予想の表示に付加されている注意文言について、ビスピークス・コーションの法理を適用するのに十分なものであるかどうかの問題となっている。

判決は、ビスピークス・コーションの法理を適用するに当たって問題となる注意文言は意見に直接関連するものでなければならぬものとした。判決は、このような基準に照らして、アーヴェイの意見にビスピークス・コーションの法理を適用することができるかどうかを判断し、これを否定する結論を導いている。判決においては、そのような注意文言は、事実が異なることをアーヴェイが知らないというにすぎないものであるがゆえに、ファースト社から提供された事実が真実と異なることをアーヴェイが知っていたとの可能性を警告することができるものでないと認定されている。

判決は、意見は提供された事実を基礎とするものであって、もしもその提供された事実が真実でないならば、何らの意見も表明しないと記述するだけでは、注意を喚起する表示として十分でないことを明らかにするものである⁽⁴⁾。ここに判決の意義を認めることができるであろう。

2 ワールズ・オブ・ワンダー事件判決⁽⁵⁾

(1) 事実の概要

ワールズ・オブ・ワンダー社は、玩具の製造および販売を目的として、1985年に設立された会社である。同年のクリスマス期には、同社の製品である「テディ・ラクスピン」がベストセラーとなり、1985年度には9300万ドルの純売上高を記録した。さらに、翌年には、同社の製品である「レーザー・タグ」も、「テディ・ラクスピン」とともにクリスマス期のベストセラーとなり、1986年度には3億2700万ドルの純売上高を記録した。

1987年6月4日、ワールズ・オブ・ワンダー社は、無担保の転換劣後社債の公募を行い、8000万ドルの資金を調達した。7月27日、同社は、第1四半期に1000万ドルの損失が生じたことを報告した。そこで、8月7日には、従業員の15パーセントに当たる55名を解雇するとともに、資本支出の削減を発表し、その2か月後には、さらに60名の従業員を解雇するとともに、コストの削減を進めた。11月9日、同社は、第2四半期に4300万ドルの損失が生じたことを報告するとともに、「デディ・ラクスピン」および「レーザー・タッグ」の値下げを発表した。しかし、同年のクリスマス期の売上高は会社の予測をはるかに下回るものとなり、同社は第一回の社債の利息の支払いをすることができなかった。12月21日、同社は破産の申立てを行った。

そこで、同社の社債の購入者が、目論見書に記載されている虚偽および誤解を生ぜしめる表示は1933年証券法11条および12条(2)号ならびに1934年証券取引所法10条(b)項に違反するとして、同社の役員、取締役、引受人および独立の監査人などを相手に、クラス・アクションを提起した。

連邦のカリフォルニア北部地区地方裁判所は、1987年の監査済財務諸表を除いて、目論見書は投資のリスクを完全に開示しており、法的に虚偽および誤解を生ぜしめるものではなく、たとえ1987年の監査済財務諸表が虚偽および誤解を生ぜしめるものであっても、すべての被告は証券法11条の抗弁を立証するものであったとして、すべての被告に有利な略式判決を下した。これに対し、原告が控訴していたところ、連邦の第9巡回区控訴裁判所は、あらまし次のように判示して、地方裁判所の判決の一部を認容したが、一部を破棄し、事件を原審に差し戻した。

(2) 判決の要旨

資金の流動性に関する表示が虚偽および誤解を生ぜしめるものであったとする原告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「目論見書は、流動性に関し、次のような開示をするものであった。

四半期業績の季節的変動……当社がその運転資金の項目、製造能力ならびに材料、工具および部品に関して、季節的な需要での予期せぬ不足という不利な効果を最小化することができるのに十分な順応性を確保しうる保証がありえない……

資金の必要性……季節的な運転資金の必要性を充足するために、当社は相当の額を借

入れており、借入れを継続することを予想する……当社は、営業、現在の信用限度および現在交渉中の新たな銀行の信用機関からの現金収支とともに、当該募集の収益は、1988年3月31日まで当社の資本項目を充足するのに十分な資金をもたらすであろうと予想する。しかしながら、もしも当社が受諾可能な条件で当該募集および新たな銀行の信用機関から十分な資本を得ることができないならば、当社の営業は不利な影響を受けるであろう……

流動性および資金の源泉。創業以来、当社の内部から生じる現金収支は、成長支援とともに、売掛金、在庫品および資本設備の項目のために資金の手当てをするのに十分なものではなかった……

季節的な運転資金の必要性を充足するために、経営者は……銀行の信用機関およびその重要な融資機関の下で、相当の額の借入れを継続することを予想する。その現在の営業計画に基づいて、経営者は、社債の募集による収益および営業による資金とともに、現在の信用機関および現在交渉中の新たな銀行機関（からの借入れ）は1988年3月31日まで当社の短期的な現金の必要性を充足するのに十分であろうと期待する。

その書類を審査して、地方裁判所は、目論見書は『ワールズ・オブ・ワンダー社の流動性の危機が投資者にもたらす重大なリスクについて明確に注意を喚起するものであった……そのような開示に鑑みると、原告は誤解を生じたという推論を受ける資格がない』と結論した。われわれも（これに）同意する。

原告は、社債の募集の規模の縮小（1億ドルから8000万ドル）が収益を不十分なものとし、かつ、ワールズ・オブ・ワンダー社が現金を欲して（社債の募集を行い）、その募集が終了したわずか16日後に支払不能となったがゆえに、目論見書は誤解を生ぜしめるものであったと主張する。……規模の縮小に関して、原告は、その募集の時点で、8000万ドルがワールズ・オブ・ワンダー社の営業の継続を可能にするのに不十分であろうことが予見可能であったとの証拠を何ら提出するものでなかった。……

ワールズ・オブ・ワンダー社が資本注入後も借入れを継続する必要があるであろうことは知られていた。社債目論見書は、信用機関に頼ることを継続するであろうことを詳細に開示するものであった。……

原告の証明力のある証拠の欠如ならびにワールズ・オブ・ワンダー社の継続的な現金不足および借入れの必要性への目論見書の詳細な言及に鑑みて、流動性の予想は重要な

事項について誤解を生ぜしめるものでないと地方裁判所が結論するのは正当であった。……したがって、われわれは、この問題について、略式判決を認容する。」

内部統制に関する表示が重要な事項について誤解を生ぜしめるものであったとする原告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「情報システムおよび統制手続。当社の事業は昨年めざましく成長したのであり、その経営情報システムおよびその他のシステムならびに統制手続にかかる当社の開発が時折このような成長に遅れを取ることがあった。当社はその発展の需要を充足するために、そのシステム、手続および（内部）統制を向上させるよう継続するといっても、これらの向上を巧妙に実行するという保証、またはこれらの向上が成長と歩調を合わせるであろうという保証がありえない。

原告は、事実、ワールズ・オブ・ワンダー社の内部統制が（社債の）募集の時点で『ひどい欠陥』を有するものであり、『分別のある投資者がその目論見書を読めば、（内部）統制について問題があると結論することはなかったであろう』と主張する。地方裁判所は（この主張に）同意しなかった。すなわち、『原告は、会社が成長しているめまぐるしい速さに鑑みると、ワールズ・オブ・ワンダー社の現在の内部統制が十分であり続けるであろうという『保証がありえない』との明示的な免責条項を目論見書に記載するものであったという事実を無視するものである。目論見書はそれと反対の予想を何らするものではなかった。したがって、目論見書は、この潜在的なリスクに関して、ワールズ・オブ・ワンダー社の投資者に対し十分に注意を喚起するものであった。法律問題として、原告は誤解を生じたはずがない。』この結論はいくつかの理由によって正当である。第一に、原告の主張とは対照的に、社債目論見書は、ワールズ・オブ・ワンダー社の内部統制の問題が『過去の』ものであり、継続中のものでないことを述べまたは暗示するものではなかった。むしろ、目論見書は、内部統制を改善する会社の試みは不十分であるとわかるよう明確に警告するものであった。第二に、原告は、募集の時点で、ワールズ・オブ・ワンダー社の内部統制が著しい欠陥を有するという証拠を提出するものでなかった。……および第三に、ワールズ・オブ・ワンダー社は、おそらく、重大な内部統制の欠陥さえも開示する必要がなかったであろう。……

社債目論見書は、ワールズ・オブ・ワンダー社が十分な内部統制を確保するように努力してきたと述べており、明確に過剰な開示にすぎないものであって、それゆえに、誤解

を生ぜしめるものではなかった。われわれは、この点で、地方裁判所（の判決）を認容する。」

(3) 判決の意義

目論見書に記載されているワールズ・オブ・ワンダー社の営業および社債の募集による収益に関する予想には、会社が受諾可能な条件で当該募集および新たな銀行の信用機関から十分な資本を得ることができないならば、営業に不利な影響を受けるであろうとする注意文言が付加されている。また、内部統制にかかる予想には、経営情報システムおよびその他のシステムならびに内部統制手続にかかる開発が会社の成長に遅れを取ることがあり、その発展の需要を充足するために、そのシステム、手続および内部統制を向上させるよう継続するといっても、これらの向上を巧妙に実行しようという保証またはこれらの向上が成長と歩調を合わせるであろうという保証がありえないとする注意文言が付加されている。判決においては、これらの注意文言に照らして、それらの予想の表示にビスピークス・コーションの法理を適用することができるかどうかの問題となっている。

判決は、収益の予想については、資金の流動性の危機が投資者にもたらす重大なリスクについて明確に注意を喚起するものであると認定するとともに、内部統制にかかる予想については、それが十分であり続ける保証がありえないとの注意文言に鑑みて、潜在的なリスクに関して十分に注意を喚起するものであると認定することによって、それらの予想の表示にビスピークス・コーションの法理を適用して、不実表示の責任を否定したものである。

判決は、ビスピークス・コーションの法理について、原審判決が次のように定式化したものを参照し、それを採用することを明らかにした。

「(ビスピークス・コーションの) 法理の過度に広い適用は概略的な注意文言の覆いに隠れた故意の不実表示を経営者に奨励するであろう。このことが生じるのを阻止するために、ビスピークス・コーションの法理は、目論見書における将来の予測、見積りまたは予想に直接向けられている正確な注意文言にのみ適用される。それに反して、証券は高度のリスクを伴うとの総括的な警告は、連邦法の証券詐欺の請求を斥けるのに十分でない。」⁽⁶⁾

このような説示は、ビスピークス・コーションの法理が適用されるためには、注意文言が正確で、かつ予想に直接関係のあるものでなければならぬことを要求するものであって、抽象的なものでは十分でないことを明らかにするものである。判決は、このような定式に即して、ビスピークス・コーションの法理の適用の可否を判定することを明らかにしたものであり、それとともに、連邦の第9巡回区控訴裁判所において初めてビスピークス・コーションの法理を採用したものである。ここに判決の意義を認めることができるであろう。

3 ハーデン 対 ラッフエンズパージャー社事件判決⁽⁷⁾

(1) 事実の概要

証券投資情報サービス機関であるファーストマーク社は、全米証券業協会の会員である。同社は、子会社を介して、2000万ドルの短期のノートを発行することを決定した。もともと、協会の規則によれば、登録届出書の作成に関し相当の注意を払い、かつ最低の利回りを提言する独立の適格引受人を利用することなく、引受人として関連会社を利用することが禁止されている。そのため、ファーストマーク社は、独立の適格引受人として、ラッフエンズパージャー社と契約を締結した。ラッフエンズパージャー社は、ファーストマーク社のノートに関する最低の利回りを提言し、かつ登録届出書の作成を支援することに同意した。

その登録届出書は、収益の回復に関する計画について「もしも日常の営業活動に収益性を回復させる計画が成功しないならば、……当社の株主持分は目減りしつづけるであろう」という表示を含むものであった。また、保険の申請については、「当社は連邦貯蓄貸付保険公社または連邦預金保険公社を通じて……連邦政府の保険を申請している。連邦預金保険公社への申請の結果が出るまで、連邦住宅貸付銀行への申請は保留の地位に置かれる。連邦預金保険公社は、1986年9月30日までに現場での審査を終え、その後90日以内に申請についての決定をする予定である。もしも連邦預金保険公社への申請が却下されるならば、当社は連邦住宅貸付銀行への申請を再開するつもりである。……連邦住宅貸付銀行への申請または連邦預金保険公社への申請が承認される保証がない」と表示するものであった。

ラッフエンズパージャー社は、これらの表示および登録届出書の中のその他の情報が

正確であることを確認するために、ファーストマーク社の役員および係員から意見を徴収した。ところが、ファーストマーク社がノートを発行した後で、保険の申請が正式に却下された。その後、ファーストマーク社は、ノートを償還することなく、破産手続を開始した。

そこで、ファーストマーク社のノートを購入した者が、登録届出書には1933年証券法11条(a)項に違反する重要な虚偽の表示および重要な事実の記載漏れがあったとして、ラップエンズパージャー社を相手に損害賠償を求めるクラス・アクションを連邦のインディアナ南部地区地方裁判所に提起した。これに対し、ラップエンズパージャー社は、ノートの募集および分売をしていないがゆえに引受人でないという理由で略式判決を求める申立てをするとともに、登録届出書の作成に当たり相当の注意を払い、しかもそこには十分な注意文言を記載するものであったがゆえに責任を負うことがないと主張した。

地方裁判所は、被告は引受人の責任を免れることができないものとするとともに、ビスピークス・コーションの法理の下で略式判決を受ける資格があるとする被告の主張を排斥した。これに対し、被告が控訴していたところ、連邦の第7巡回区控訴裁判所は、あらかし次のように判示して、地方裁判所の判決を認容し、必要な手続を行わせるために、事件を原審に差し戻した。

(2) 判決の要旨

収益性を回復させる計画に関する表示はビスピークス・コーションの法理の下で責任を負うことがないとする被告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「地方裁判所が述べたように、主張されている不実の表示および記載漏れに関して、ラップエンズパージャー社は、『ビスピークス・コーション』の抗弁を引き合いに出す。ラップエンズパージャー社の抗弁をファーストマーク社の(収益性を)『回復させる計画に関する表示』——『もしも日常の営業活動に収益性を回復させる計画が成功しないならば、……当社の株主持分は目減りしつづけるであろう』(という表示)——に適用することは無意味に思える。基本的に、ラップエンズパージャー社は、この表示で使用されている『計画』という用語は現在の方法、意図または何らかの目的を遂行する手段よりもむしろ『将来の努力』を意味するものと主張する。われわれは(この主張に)同意す

ることができない。ラッフェンズパージャー社の主張は、その根底において、通常の辞書に適合しない意味を『計画』という用語に帰せしめるところに依拠するものである。ラッフェンズパージャー社が(収益性を)『回復させる計画に関する表示』をもつばら『ソフト・インフォメーション』を記載するものと描出しようとすることに反し、その表示は現在の事実についての主張を構成する。すなわち、『計画』は存在しまたは形成されつつあるものである。原告の請求は、登録届出書が記述するものとは反対に、そのような計画が存在せず、かつ検討されているものでもなかったことを主張するものである。これらの『計画』の存在か不存在かについての議論はビスピークス・コーションの法理が適用される『ソフト・インフォメーション』の類型ではない。原告が簡潔に述べるように、『ファーストマーク社が現実に対応可能な状態でそのような計画を有するものであったかどうかは『厳然たる事実』である。』

保険の申請に関する表示はビスピークス・コーションの法理の下で責任を負うことがないとする被告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「原告は、このような(保険の申請に関する)表示はファーストマーク社の連邦預金保険公社への申請が誠実になされたことおよびそれが承認される多少の可能性があったことを含意するものであると具申する。すなわち、原告は、その表示は承認が確約されていることを含意するものであったと主張するものでもなく、承認にかかる意見がビスピークス・コーションの法理の適用を受けることができるものであったと容認するものでもない。しかしながら、原告は、保険に関する表示は連邦預金保険公社が問題の保険の申請を承認する多少の可能性があったことを示唆するものであるが、登録届出書の発行に先立ち、現実にはそのような承認の可能性がなかったことをファーストマーク社が知っていたのであり、この事実を開示することを省略したと主張する。このように原告が焦点を当てている情報は、主観的な『ソフト・インフォメーション』ではなく、むしろ『厳然たる事実』にかかわるものである。ビスピークス・コーションの法理は、法律問題として、そのような情報の重要性を減殺することがない。」

(3) 判決の意義

判決においては、収益の回復の計画に関する表示および保険の申請に関する表示がビスピークス・コーションの法理を適用することのできるソフト・インフォメーションに

当たるかどうかの問題となっている。判決は、これらの表示は厳然たる事実に関するものであって、ビスピークス・コーションの法理が適用されるソフト・インフォメーションには当たらないものとした。

判決は、収益の回復の計画に関する表示について、ファーストマーク社が現実に収益の回復の計画を有するものであったかどうかは事実に関する問題であって、不確実な要素を含むものではないと判断するものであろう。また、保険の申請に関する表示については、登録届出書の発行に先立ち、連邦預金保険公社が問題の保険の申請を承認する可能性が現実にはなかったことをファーストマーク社が知っていたにもかかわらず、それが承認される可能性があったことを示唆するものであって、そのような表示は承認の可能性がないという事実の開示を省略するものであったと判断するものであろう。

判決は、事実として表示すべきものをソフト・インフォメーションとして表示したのは、事実に関する表示を省略したものであり、ビスピークス・コーションの法理が適用される類型の表示に当たらないことを明らかにしたものである。ここに判決の意義を認めることができるであろう。

4 フェヒト 対 プライス社事件判決⁽⁸⁾

(1) 事実の概要

1992年4月2日、プライス社は、創業以来、初めて利益が減少し、第1四半期の純利益が減少したことを公表した。その直後、同社の株価が1株45ドルから32ドルに下落した。その翌日、同社の株主が、1934年証券取引所法10条(b)項および20条(a)項、規則10b-5ならびに詐欺を禁止するカリフォルニア州法の違反を理由として、プライス社とその役員を相手に、損害賠償を求めるクラス・アクションを連邦のカリフォルニア南部地区地方裁判所に提起した。原告は、4月2日の公表に先立ち、プライス社とその3名の上級役員が会社の財務状態——特に、会社の利益を向上させるための拡張計画の見通し——について意図的に不実の表示をしたと主張する。そのような不実の表示に焦点を合わせるために、原告は、プライス社が作成した株主向け報告書、四半期報告書、年次報告書および記者会見ならびにプライス社の指導と承認の下に証券アナリストが作成した報告書を引用して、それらの表示は現実には会社の拡張計画が失敗しているにもかかわらず、会社が巧妙にその大型小売店の営業活動を拡張しているとの印象を生ぜしめる

ものであったと主張した。さらに、原告は、拡張計画に関して被告に知られている重要な不利な情報について記載漏れがあったことから、被告のSEC提出書類は虚偽および誤解を生ぜしめるものであったと主張した。これに対し、被告は、請求棄却の申立てを行った。

地方裁判所は、公開されている表示は注意文言を記載するものであるがゆえに法律問題として誤解を生ぜしめるものでないと結論するとともに、特定の営業の局面ではなく全体としての会社の収益性こそが重要であることから、拡張計画で開業した小売店によって生じた損失についての被告の不開示は重要な事実にかかる記載漏れには当たらないと結論して、連邦民事訴訟規則12条(b)項(6)号および9条(b)項にしたがって原告の請求を棄却した。これに対し、原告が控訴していたところ、連邦の第9巡回区控訴裁判所は、あらまし次のように判示して、地方裁判所の判決を破棄し、事件を原審に差し戻した。

(2) 判決の要旨

小売店の拡張計画の見通しに関する表示がビスピークス・コーションの法理によって保護されるとする被告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「地方裁判所が引き合いに出す注意を喚起する表示は……その開示の十分性が法律問題として判定されることを許容するほどに、争点となっている開示書類を『明らかに』誤解を生ぜしめないものとすることがない。……会社が発行した開示書類に含まれている情報の総体は、『分別のある者』であるならば、その書類が誤解を生ぜしめる表示を含むものであったかどうかという問題について意見が異なることを明らかに不可能なものとすることがない。……」

このように、『ビスピークス・コーション』の法理は、開示書類におけるある表示が誤解を生ぜしめるものであるかどうかは、その書類における情報の総体が誤解を生ぜしめるものであるかどうかについて『分別のある者』であるならば意見が異なることがありえない場合にのみ、法律問題として判定されうるというわれわれの分析に完全に合致する。何らかの注意文言の記載は、被告の表示が誤解を生ぜしめるものでなかったという判定を法律問題として根拠づけるのに十分でない。『分別のある者』であるならば争点となっている表示が誤解を生ぜしめるものでないことについて意見が異なることがありえないような『十分な注意文言またはリスクの開示』を争点となっている被告の表示を記

載している書類が含まれている場合にのみ、請求を主張していないことを理由とする訴え却下の申立てが成功するであろう。ここでの被告の表示はこのような要件を充足するものではなく、したがって、『ビスピークス・コーション』の法理を引き合いに出すことにより、被告の（連邦民事訴訟規則）12条(b)項(6)号の申立てを保護することができない。

要するに、(原告の)申立ては、重要な事項について誤解を生ぜしめるものと合理的な陪審が認定することのできる公開されている表示および記載漏れを明らかにする。(連邦民事訴訟規則)12条(b)項(6)号も『ビスピークス・コーション』の法理もそれ以上のものを要求するものでない。したがって、申立ては規則10b-5の訴訟原因のすべての要素を主張するものであって、それゆえに、地方裁判所は、間違っ、救済が認められるような請求を主張していないことを理由に、申立てを却下したものである。」

(3) 判決の意義

判決は、ビスピークス・コーションの法理に基づく訴え却下の申立てが認容されるためには、将来に関する表示が誤解を生ぜしめるものでないことについて分別のある者であるならば意見が異なることがありえないものとするような十分な注意文言またはリスクの開示が含まれていることを要するものとした。このことは、ビスピークス・コーションの法理が適用されるためには、分別のある者が将来に関する表示について誤解を生じることがないように、十分な注意文言またはリスクの開示をすることが必要であることを意味するものである。

判決は、注意文言が十分であるためには、分別のある者が将来に関する表示について誤解を生じない程度の注意またはリスクの開示を要することを明らかにしたものである。ここに判決の意義を認めることができるであろう⁽⁹⁾。

5 ワーショー 対 コーマ社事件判決⁽¹⁰⁾

(1) 事実の概要

コーマ社は、メンデルを最高執行役員とし、DNA技術に基づいてタンパク質の治療薬の開発および製造を目的とするバイテク関連の会社である。1992年に至るまで、連邦食品薬品局は、コーマ社が開発した薬品を全く承認することがなく、その結果、同社は全く利益を計上することができなかった。コーマ社の業績は「E5」と称する薬品につ

いての連邦食品薬品局の承認にかかっていた。もしも連邦食品薬品局が即時にこれを承認するならば、コーマ社は敗血症の治療薬について有利な販路を獲得することができるものであった。

1992年3月2日、オープンハイマー社の証券アナリストであるキャスディンは、「E5についての承認の望みは全く存在しない」とする報告書を公表するとともに、そこで「E5は現実には敗血症の患者の死亡率を増加させる」という可能性を報告した。このような批判を受けて、コーマ社は、ダウ・ジョーンズ・ニュース・ワイアを通じて、キャスディンの報告書を「科学的に誤り」で「当てにならない」ものであると攻撃するとともに、「すべては首尾よく進行している」と述べた。

5月5日、メンデルは、E5の安全性および連邦食品薬品局の審査についての「有望な推移」に関して楽観的な表示をした。E5は安全で、効果があり、その連邦食品薬品局の承認が「差し迫って」いるとのコーマ社の言明を受けて、市場はコーマ社に有利な反応をした。これらの表示およびコーマ社から得た情報に基づいて、その他の証券アナリストは、同社の株式について好意的な評価をし、E5が連邦食品薬品局によって承認されるであろうと報告した。これによって、同社の株価が上昇した。

しかし、6月4日、連邦食品薬品局は、E5の臨床研究が決定的でないことを理由として、その承認の申請を却下した。これを受けて、メンデルは、E5には十分な効能がないように思われるとした連邦食品薬品局の意見をダウ・ジョーンズ・ニュース・ワイアを通じて公表した。これによって、コーマ社の株価が暴落し、その株式の価値が25パーセント減少した。

そこで、1992年3月2日から6月3日までに同社の株式を購入した者が、コーマ社の表示には1934年証券取引所法10条(b)項および規則10b-5に違反する不実の表示があったとして、コーマ社とメンデルを相手とするクラス・アクションを連邦のカリフォルニア北部地区地方裁判所に提起した。原告は、連邦食品薬品局がE5を承認する可能性がないことをコーマ社とメンデルがすでに知っていたのであり、虚偽および誤解を生ぜしめる表示ならびに記載漏れを故意になすことにより、株式市場を操作するものであったと主張した。

地方裁判所は、原告は10条(b)項および規則10b-5の下で請求を主張するのに足りる事実を主張していないとして、原告の請求を棄却した。これに対し、原告が控訴してい

たところ、連邦の第9巡回区控訴裁判所は、あらまし次のように判示して、地方裁判所の判決を破棄し、事件を原審に差し戻した。

(2) 判決の要旨

E 5について連邦食品薬品局の承認の手続が進行しているとのコーマ社の表示は株主に誤解を生じさせる楽観的な表示であるとする原告の主張について、判決は次のように述べて、これを認容した。

「原告は、その申立てにおいて、コーマ社はその臨床研究に基づいてE 5は効き目がないかもしれない、連邦食品薬品局によって決して承認されないであろうということを知っていたと主張する。これらの事実にもかかわらず、原告は、コーマ社が連邦食品薬品局によるE 5の承認手続が好ましく進行しているという誤解を生じさせる楽観的な表示をしたと主張する。たとえば、連邦食品薬品局の承認にかかる市場の懸念に反応して、コーマ社の社長は『すべては首尾よく進行している』とにべもなく述べた。そのような一般的な楽観的な表示は、前後の文脈の中で解釈されるときは……証券詐欺の主張についての根拠を形成するであろう。

われわれは、『ビスピークス・コーション』の法理の下でセーフ・ハーバーを認定するように、コーマ社がE 5の承認についての楽観を適切に制限するものであったと確信するものでない。確かに、被告は連邦食品薬品局のE 5の承認について推測することを時折公然と否定するものであった。また、コーマ社のSEC提出書類は、一般的な文言で、連邦食品薬品局の経過に含まれる失敗のリスクについて責任を排除するものであった。しかし、……われわれの審査は、そこで終了するものではない。ある開示が『分別のある者であるならば意見が異なることがありえない』くらいに明らかであった場合にのみ、株主がリスクについて適切に注意を付与されていたかどうかという問題が法律問題として判定されうる。さらに、何らかの注意文言の記載は『被告の表示が誤解を生ぜしめるものでなかったという判定を法律問題として根拠づけるのに十分でない。』……われわれは、争点となっている表示が誤解を生ぜしめるものでないということについて、『分別のある者』であるならば意見が異なることがありえない場合にのみ、地方裁判所は（連邦民事訴訟規則）12条(b)項(6)号の下で棄却すべきであることを明らかにした。もしも、ここで主張されているように、コーマ社が故意により誤解を生ぜしめる一連の表示を公衆

に対してしたならば、コーマ社の一般的な免責条項の充分性に関して、『分別のある者』であるならば意見が異なりうるものであった。これらの事実に関する主張に鑑みると、棄却は適正を欠くものであったとわれわれは考える。」

(3) 判決の意義

判決においては、E 5 と称する薬品に関連して、連邦食品薬品局の承認が差し迫っているとのコーマ社の表示に焦点を当てて、そのような表示が株主に誤解を生じさせるものであったかどうかの問題となっている。判決は、そのような表示との関連で、ビスピークス・コーションの法理の適用の可否について判断し、そこに付加されている注意文言は一般的のものであって、それに関して分別のある者であるならば意見が異なりうるものであったと結論して、ビスピークス・コーションの法理の適用を否定したものである。

そこに付加されている注意文言が十分なものであるかどうかを判定するに当たり、判決は、フェヒト 対 プライス社事件判決を参照する。そこでは、ある開示が分別のある者であるならば意見が異なることがありえないくらいに明らかであった場合にのみ、株主がリスクについて適切に注意を付与されていたかどうかという問題が法律問題として判定されるものと説示されている。判決は、このような基準を引用し、それに即して注意文言の充分性について検討を加えたものであり、そこに付加されている注意文言は一般的のものであって、その充分性に関して分別のある者であるならば意見が異なりうるものであったと述べて、注意文言を十分でないものと判定した。

判決は、注意文言の充分性を判定するのに、フェヒト 対 プライス社事件判決の基準を踏襲したものであり、分別のある者が将来に関する表示について誤解を生じることがないように注意を喚起する必要があることを確認したものである⁽¹¹⁾。ここに判決の意義を認めることができるであろう。

6 ショー 対 デジタル・イクイPMENT社事件判決⁽¹²⁾

(1) 事実の概要

デジタル・イクイPMENT社は、コンピュータのハードウェアおよびソフトウェアの製造販売を目的とする世界最大級の会社である。同社は1966年に公開会社となり、1990

年代の初めには、年商 140 億ドルの会社となるまでに成長した。しかし、その後、業績不振に陥り、多くの営業損失を計上した。四半期ごとに 3000 万ドルから 3 億 1100 万ドルの営業損失が生じたことにより、同社は、発起人および最高執行役員を含み、今後 15 か月間で約 3 万 5000 人の従業員を解雇する抜本的措置を講じることを決定した。その実行にかかる費用を賄うために、同社は、1992 年度までに総額 32 億ドルのリストラ準備金の積立てを行った。

1993 年 7 月 28 日、同社は、四半期報告書において、1 億 1320 万ドルの純利益があったことを公表した。これはアナリストの予想をわずかに下回るものであったが、前年度に 1 億 8810 万ドルの営業損失があったことと比較すると、業績が著しく改善した。しかし、1994 年 1 月 19 日、同社は、四半期報告書において、7200 万ドルの営業損失が発生したことを明らかにした。これはアナリストの予想を上回る損失であり、しかも前年同期のそれとほぼ同額であった。

1994 年 1 月 21 日、デジタル・イクイップメント社は、SEC に一括登録説明書を提出した。これは、10 億ドルを限度にさまざまな持分証券や債務証券を発行することのできるオプションを同社に付与するためのものであった。これに基づいて、同社は、目論見書および追補目論見書にしたがって、引受人を利用して、3 月 21 日から 28 日まで、1 株 25 ドルで優先株の公募を行い、3 億 8740 万ドルの資金を調達した。しかし、4 月 15 日、同社は、直近の四半期において、1 億 8300 万ドルを超える営業損失が発生したことを公表するとともに、継続中のリストラの努力を促進し、さらに進んでリストラを検討することを決定したことを明らかにした。これによって、優先株の価格が 1 株 25 ドルから 20.875 ドルに下落するとともに、普通株の価格も 1 株 28.875 ドルから 23 ドルに下落し、翌日の終値は 21.125 ドルとなった。

なお、デジタル・イクイップメント社は、公募のために交付した追補目論見書において、次のような表示をしている。

「当社は、研究および技術のための支出ならびに販売費および一般管理費を減少させているとはいえ、その原価および費用の程度は純営業利益の程度と総体の割には依然として高いものと信じる。当社は、その製品の売却ならびに販売および管理にかかる業務を合理化し、従業員数を減らし、施設の閉鎖および統合ならびに裁量支出の削減（をすること）によって、費用を削減している。当社は、4 億 4300 万ドルの残余のリストラ準

備金は現在計画されているリストラの実行を賄うのに十分であると信じる。当社は、事業の収益および競争のために適切な程度の費用を実現するのに必要な措置を講じることを継続する予定である。」

しかし、7月14日、同社は、従業員のおよそ4分の1を解雇して、リストラの実行を追加するための費用を賄うには12億ドルの追加の費用を要することを発表した。

そこで、公募で優先株を購入した者が、デジタル・イクイPMENT社およびその役員ならびに引受人を相手として、1933年証券法の11条、12条(2)号および15条の違反を理由とするクラス・アクションを提起するとともに、1994年1月19日から4月15日までに流通市場で普通株を購入した者が、デジタル・イクイPMENT社およびその役員を相手として、1934年証券取引所法の10条(b)項、20条(a)項および規則10b-5の違反を理由とするクラス・アクションを提起した。

原告は、残余のリストラ準備金の十分性に関する追補目論見書の表示は、その時点でデジタル・イクイPMENT社に知られていた情報に鑑みると、重要な事項について誤解を生ぜしめるものであったと主張した。これに対し、被告は、連邦民事訴訟規則の9条(b)項および12条(b)項(6)号に基づいて、訴え却下の申立てを行った。

連邦のマサチューセッツ地区地方裁判所は、これらのクラス・アクションを併合して審理を行い、原告の訴えを却下した。これに対し、原告が控訴していたところ、連邦の第1巡回区控訴裁判所は、あらまし次のように判示して、地方裁判所の判決の一部を認容したが、一部を破棄して、事件を原審に差し戻した。

(2) 判決の要旨

残余のリストラ準備金の十分性に関する追補目論見書の表示は重要な事項について誤解を生ぜしめるものであったとする原告の主張について、判決は次のように述べて、これを認容した。

「被告は、地方裁判所が述べたように、『十分性』の表示に関する通常の含意がどのようなものであっても、その表示から（もたらされる）誤解を生ぜしめるあらゆる推論を法律問題として重要でないものとするように、その前後の文脈は十分に『注意を喚起する』ものであると抗弁する。われわれは（このような主張に）同意しない。……

しかしながら、ここでは、ビスピークス・コーションの法理は、準備金の『十分性』

の表示が重要な事項について誤解を生ぜしめるものであったという主張を排斥するものでない。『十分性』の表示は、将来に関する性質と現在の事実の表示を含む性質を有している。その将来に関する性質においては、その表示は、デジタル・イクイPMENT社が近い将来にさらなるリストラ費用を要しないであろうということを示唆するものである。その現在に関する性質においては、それは、1994年3月21日の時点で、デジタル・イクイPMENT社が保有されるべきさらに多くのリストラ費用を要する行為に着手する意思を有するものでなかったことを表示するものである。準備金の『十分性』の表示が後者の現在の事実についての表示を含んでおり、かつそのような表示がなされたときに虚偽または誤解を生ぜしめるものであったと原告が主張する限りにおいて、それを取り巻く注意文言はその表示を法律問題として重要でないものとすることができるはずがないであろう。

さらに、『十分性』の表示が近い将来のための新たなリストラ費用の脱漏を暗示すると原告が主張する限りにおいて、それを取り巻く前後の文脈は、きわめて明白に注意を喚起すると考えられるように、そのような推測をしないよう警告するものでないとわれわれは考える。追補目論見書はデジタル・イクイPMENT社が『措置を講じることを継続する』予定であると表示するが、そのような『措置』が『現在計画されている』もの以外のあらゆるリストラ活動に言及するものであるかどうかは、せいぜいどのようにでも解釈できるものである。したがって、主張されている注意を喚起する表示は、とりわけ『十分性』の記述に鑑みるならば、会社の継続中の『措置』は現存するリストラ準備金によって賄われつづけるであろうということの意味するものと容易に解釈することができる。原告が主張するように、もしも、1994年3月21日の時点で、デジタル・イクイPMENT社の第3四半期の業績が追加のリストラ費用の保有を必要とする規模および日程で行為を促進する予定であることを被告が知っていたことが事実であるならば、『十分性』の表示は重要な事項について当然に誤解を生ぜしめるものであったであろう。

われわれは、法律問題としておよびこれらの訴答に基づいて、『準備金の十分性』の表示についての訴訟原因は注意を喚起する前後の文脈によって排斥されるものと結論することができない。被告が指摘する注意を喚起する表示は、(1994)年度中に12億ドルの費用(を要する)と判明したことのゆえに——デジタル・イクイPMENT社が近い将来に追加のリストラ費用を要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。したがって、われわれは、リストラ準備金を『十分な』ものとす
る追補目論見書の記述に関連する原告の主張は（証券法の）11条および12条(2)号の下
で請求を主張するものでないと地方裁判所が間違って結論したものとする。

(3) 判決の意義

判決においては、リストラ準備金の十分性にかかる表示について、ビスピークス・コ
ーシヨンの法理を適用することができるかどうか問題となっている。判決は、ビスピ
ークス・コーシヨンの法理に関するリーディング・ケースであるトランプ事件判決⁽¹³⁾
を引用して、次のように述べている。

「要するに、ある表示が特定の推論の導出を明確に排除またはそれをあらかじめ予
想する容易に目に留まるような注意文言を表現または付加するものであるならば、そ
の表示が重要な事項について誤解を生ぜしめるものであったとの主張は、それがまさに
そのような推論を生ぜしめるがゆえに、法律問題として破綻するであろう。」⁽¹⁴⁾

判決は、このような基準に照らして、ビスピークス・コーシヨンの法理の適用の可否
を判定することを明らかにして、「必要な措置を講じることを継続する」との追補目論見
書の表示に焦点を当てて、そのような表示が将来のリストラ費用の追加を要する可能性
について注意を喚起するものであったかどうかの検討を加えている。判決は、このよう
な表示は、残余のリストラ準備金でもって現在計画されているリストラの実行を賄うの
に十分であるとの記述を考慮すると、継続中の「措置」は現存するリストラ準備金によ
って賄われつづけるであろうという意味に解釈することができることから、デジタル・
イクイブメント社が近い将来に追加のリストラ費用を要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ないと結論して、ビスピークス・コーシヨンの法
理の適用を否定したものである。

判決は、現在の事実に関する表示に注意文言を付加してもその表示の重要性が失われ
ないことを明らかにするとともに、ビスピークス・コーシヨンの法理が適用されるため
には、将来起こりうる可能性について前後の文脈の中で容易に目に留まるような注意文
言を付加することが必要であることを明らかにするものである。ここに判決の意義を認
めることができるであろう。

7 ガスナー 対 ボード・オブ・スーパーバイザーズ・オブ・ディンウィディ郡事件
判決⁽¹⁵⁾

(1) 事実の概要

ヴァージニア州のディンウィディ郡は、住民の固形廃棄物を処理する施設の建設および運営にかかる計画を策定した。同郡はその建設および運営をヴァージニア・パイオ・フューエル社に委託するとともに、同郡の産業開発局（Industrial Development Authority of Dinwiddie County）が免税地方債を発行することによってその事業を行うのに必要な資金を調達することを決定した。

1993年4月15日、産業開発局は、廃棄物を再生し堆肥化する装置を購入するのに必要な資金を調達するために、募集説明書の条件にしたがって、300万ドルの地方債を発行した。産業開発局は、地方債の売却による収入を原資として、ヴァージニア・パイオ・フューエル社に対し、同社がその装置を購入するのに必要な資金の貸付けをした。その後、ヴァージニア・パイオ・フューエル社はディンウィディ郡と施設の運営にかかる契約を締結した。募集説明書の下で、免税地方債の元本および利息の支払義務は、ヴァージニア・パイオ・フューエル社に対する貸付けの返済に基づいてのみ産業開発局が負うものとされていることから、実質的には、同社のそれであった。なお、産業開発局は、その募集説明書において、次のような表示をしている。

「地方債を償還するヴァージニア・パイオ・フューエル社の能力は、もっぱら、その施設で処理および加工される固形廃棄物の量に左右される。郡は、収集して埋立地で順調に処理した固形廃棄物の量についての過去の記録を有しない。……郡がその施設で処理するのに十分な固形廃棄物を収集し、その結果、ヴァージニア・パイオ・フューエル社に支払われる報酬および同社による再生品の販売が……（地方債の元本および利息の）支払を当然のものとするのに十分な収益を同社にもたらすであろうという保証がありえない。……」

ヴァージニア・パイオ・フューエル社は、その施設と同種の施設を運営したことが全くないものであった。……施設が完成するであろうということ、たとえ完成したとしても、それが固形廃棄物の（処理）施設として機能的に稼働するであろうということ、および、いったん稼働しても、運営費を支払うとともに、地方債の元本および利息を償還するのに十分な収益をもたらすであろうということの保証がありえない。……」

しかし、その施設の運営を開始してからも、ヴァージニア・バイオ・フューエル社は、ディンウィディ郡以外の郡と廃棄物の処理についての契約を締結することができなかった。したがって、その運営に足りる収入源がなく、免税地方債の所持人に対する元本および利息の支払に利用可能な資金がない状況に陥った。1994年10月5日、当該事業が中止されるとともに、免税地方債の償還に伴う債務の不履行が発生した。

そこで、免税地方債の所持人が、ディンウィディ郡、産業開発局、ヴァージニア・バイオ・フューエル社および免税地方債の引受人を相手として、募集説明書における重要な不実表示および記載漏れによって生じた損害の賠償を求める訴えを連邦のヴァージニア東部地区地方裁判所に提起した。これに対し、被告は、訴え却下の申立ておよび略式判決を求める申立てを行った。

地方裁判所は、免税地方債にかかる募集説明書には重要な不実表示および記載漏れがないと判示して、原告の請求を棄却し、略式判決を求める被告の申立てを認容した。これに対し、原告が控訴していたところ、連邦の第4巡回区控訴裁判所は、あらまし次のように判示して、地方裁判所の判決を認容した。

(2) 判決の要旨

免税地方債にかかる募集説明書に重要な不実表示および記載漏れがあったとする原告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「われわれは、募集説明書における上記の注意文言は控訴人によって……主張されている不実表示および記載漏れを法律問題として重要でないものとする確信する。本件における状況の下では、嫌気性の堆肥製造の技術が長年にわたって検証されていなかったことを投資予定者が知っていたならば、そのような投資者は情報の『総体』が著しく変化させられたものと考えたであろう実質的な蓋然性が存在しない。さらに、ヴァージニア州が1993年4月15日までに恒久的な営業許可を発するか試験的な営業許可を発するかを最終的に判断しなかったことは、投資予定者に重大な影響を及ぼすものではなかったであろう。

……これらは単なる不明瞭な定型的文句の免責条項ではなかった。むしろ、募集説明書には詳細で意味のある注意文言が記載されており、使用されている文言は地方債を購入することにより購入者が受けるであろうリスクをきわめて詳細に記述するものである。

特に、地方債の購入者は、たとえ（施設が）完成したとしても、それが『固形廃棄物の（処理）施設として機能的に稼働するであろう』ということ、または、いったん稼働しても、『運営費を支払うとともに、地方債の元本および利息を償還するのに十分な収益をもたらすであろう……』ということの『保証がありえない』ことを知らされていた。さらに、彼らは、ヴァージニア・パイオ・フューエル社が……その施設と同種の施設を運営したことが全くなかったことも知らされていた。ここでは……注意を喚起する表示は、ヴァージニア・パイオ・フューエル社が必要な元本および利息の支払をするのに十分な収益をもたらす能力の欠如の可能性（がある）ゆえに、地方債の償還をめぐる不確実な性質に注意を払うように正確に記述されているものであった。

募集説明書においてリスクとして明確に記述されているのとまさに同じ事象の発生のために、その事業は失敗した。（すでに）述べたように、ヴァージニア・パイオ・フューエル社は、郡との契約以外に重要な資産を何ら有するところがなかった。地方債の所持人に対する元本および利息の支払のための資金の唯一の源泉は、郡との契約およびヴァージニア州のその他の郡との今後の契約から同社が受け取る予定の収入であった。1994年4月に郡の支払が始まったが、ヴァージニア・パイオ・フューエル社は、その後に他の郡との契約を確保することができなかった。資本不足およびキャッシュ・フローの過酷な問題を抱えたことから、同社は9月に郡との契約に基づく義務を履行することができないことを発表した。10月5日に営業が停止し、その後、郡は支払をすることを中止した。10月31日、（地方債の）受託者……は、地方債が債務不履行となることを宣言した。

これらの理由により、われわれは、略式判決が……被控訴人に有利なように地方裁判所によって適切に登録されたものと結論する。利用可能な情報の総体は投資者が直面している高度のリスクについて警告するものであったが、それにもかかわらず、地方債の所持人はこれらの地方債を購入することを選択したのである。彼らは、規則10b-5および（証券法）12条2号にしたがって、損害は被控訴人による証券詐欺の結果であったともはや主張することができない。」

(3) 判決の意義

判決においては、ビスピークス・コーションの法理の適用の可否を検討するに当たっ

て、免税地方債にかかる募集説明書に記述されている注意文言が不実表示および記載漏れを重要でないものとするかどうかの問題となっている。そこでは、利用可能な情報の総体を考慮して、全体の文脈の中で、不実表示および記載漏れを検討しなければならないものと説示されている。このことを前提に、判決は、募集説明書に記述されている注意文言に焦点を当てて、募集説明書の表示が重要な不実表示および記載漏れに当たるかどうかについて検討を加えている。

判決は、地方債の購入者が受けるリスクについて、固形廃棄物の処理施設として機能的に稼働する保証がないこと、稼働しても地方債の元本および利息を償還するのに十分な収益をもたらす保証がないこと、ならびにヴァージニア・バイオ・フューエル社がそのような施設を運営した経験のないことを明らかにする募集説明書の記述に注目して、それらは地方債の償還をめぐる不確実な性質に投資者が注意を払うように記述されており、単なる不明瞭な定型的文句の注意文言でないと判定して、表示の重要性を否定したものである。

また、判決においては、募集説明書においてリスクとして明確に記述されているのとまさに同じ事象の発生のために、その事業が失敗したものと認定されている。このことによって注意文言が正確に記述されているものと判断されたのであろう。

判決は、注意文言の十分性を判定するに当たり、トランプ事件判決で説示されている判断基準を踏襲する⁽¹⁶⁾ことを明らかにした。判決は、ビスピークス・コーションの法理が適用されるための要件として、将来に関する表示に付加されている注意文言が単なる不明瞭な定型的文句では十分でなく、詳細で意味のあるものであり、しかも正確に記述されていることが必要であることを確認したものといいよいであろう。ここに判決の意義を認めることができるであろう。

8 グロスマン 対 ノベル社事件判決⁽¹⁷⁾

(1) 事実の概要

1994年3月、ノベル社は、新たに発行する株式をワードパーフェクト社の社外株式と交換することにより、ワードパーフェクト社を買収して、吸収合併をする予定であることを発表した。4月22日、同社は、そのような株式の発行に関連して、SECに登録届出書を提出するとともに、6月10日、20日および23日に訂正届出書をそれぞれ提出し

た。

登録届出書は、ワードパーフェクト社との統合はその取引部門での熾烈な競争および経済的な成績の悪化のゆえに困難でありうること、ノベル社の利益および株価が合併後の四半期に変動する可能性があること、ならびにさまざまな事業を巧妙に統合しうる保証が付与されえないことを警告するとともに、企業買収は販売、市場戦略およびサポートで比較的高額な支出ならびに比較的高額なその他の費用をもたらすであろうと警告するものであった。ノベル社は今後の利益および株価がとりわけ四半期ごとに相当な変動を免れないと予想するとともに、ノベル社に著しく不利な影響を及ぼしうる過酷な競争の重圧がワードパーフェクト社の市場の特色となっていると警告するものであった。

もともと、4月27日のプレス・リリースおよび記者会見において、ノベル社の副社長であるワイズ氏は、統合は将来の利益を希薄化することがないであろうと述べている。また、社長兼最高執行役員であるフランケンバーグ氏は、ワードパーフェクト社の販売力および事業の統合で相当な成果を収めてきており、合併の手続が想定よりも迅速に進んでいるとともに、われわれは新製品を開発する努力を怠っておらず、それを加速させていると述べている。

しかし、ノベル社が6月10日に提出した訂正届出書においては、ワードパーフェクト社の第1四半期の業績は予想を大幅に下回るものとなり、もしも第2四半期が終了するまでに合併が成立するならば、ノベル社の純利益が1株当たり0.9パーセント希薄化するであろうと記述されている。さらに、この訂正届出書とその後提出された訂正届出書において、登録届出書に記述されている警告が反復されている。

このような状況の下で、6月24日に合併が成立した。8月19日、ノベル社は、第3四半期の連結利益が経済アナリストによる予想と比較して15パーセントないし20パーセント下回る予定であることを発表した。この発表によって、翌営業日である8月22日には、ノベル社の株価が1株15.12ドルから14ドルに下落した。

そこで、ノベル社の株主であるグロスマンが、4月22日から8月19日までに同社の株式を購入した者を代表して、ノベル社とその役員を相手とするクラス・アクションを連邦のユタ中央地区地方裁判所に提起した。原告は、登録届出書とその訂正届出書に虚偽または誤解を生ぜしめる表示があったと主張するものではなく、ノベル社の当時の営業および短期的な将来の利益に及ぼす合併の効果について、ノベル社は、プレス・リリ

ースおよび記者会見において、虚偽および誤解を生ぜしめる表示ならびに省略をしたがゆえに、1934年証券取引所法の10条(b)項および20条(a)項ならびにコモン・ローに違反すると主張するものである。これに対し、被告は、原告の主張する表示は重要なものではないと反論して、連邦民事訴訟規則12条(b)項(6)号および9条(b)項に基づいて、訴え却下の申立てを行った。

地方裁判所は、ノベル社は合併のリスクを十分に開示するものであって、原告は重要な不実表示および省略を証明する事実を訴答するところがないと判示して、被告の訴え却下の申立てを認容した。これに対し、原告が控訴していたところ、連邦の第10巡回区控訴裁判所は、あらまし次のように判示して、地方裁判所の判決を認容した。

(2) 判決の要旨

判決は、プレス・リリースおよび記者会見の表示は会社の楽観または誇張宣伝に分類されるもので、典型的に、将来に関する表示に当たるものと判断し、プレス・リリースおよび記者会見の表示は重要な不実表示に当たるとする原告の主張について、次のように述べて、これを排斥した。

「ここで問題となっている、主張されている不実表示および省略の重要性を評価するに当たっては、われわれは表示がなされた前後の文脈を斟酌しなければならない。ここで、われわれは、争点となっている表示がすべてプレス・リリースおよび記者会見において表示されており、しかもグロスマンが不適切（である）として争点とするものでなかった、多くの明示的なリスクの要因および警告を記載する登録届出書に関連するものであったことに注目する。ノベル社の最初の登録届出書の中の3ページにわたる『リスクの要因』の検討はきわめて多くの注意を喚起する表示を含むだけでなく、その訂正届出書もまたきわめて多くの注意を喚起する表示を含むものであった。最初の登録届出書において、ノベル社は主張されている不実表示で言及されているまさにその問題に関して具体的かつ反復的な開示をするものであった。ノベル社は2社を統合することの複雑さを明確に記述するものであって、競合するソフトウェアのアプリケーションの市場へ参入することに伴うリスクを強調するものであった。さらに重要なことであるが、その表示は合併後に収益が変動する懸念のあることを具体的に開示するものであって、最初の訂正届出書は、四半期の短期的な利益が第2四半期において1株当たり（15パーセン

トを超える) 0.9 ドル希薄化することを具体的に表示するものであった。なかんづく四半期の利益に関して、ノバル社の注意を喚起する表示はほとんど(次のように)むしろ明瞭なものでありうる。

『将来の利益および株価はとりわけ四半期ごとに相当な変動を免れない。(ノバル社の)収益および利益は予想不可能である……四半期の経済的な成績は予想することがむずかしく、四半期の経済的な成績は期待されている程度に及ばないかもしれない。』

そのような開示はきわめて具体的で、まさに事実に基づくものであって、しかもグロスマンの申立ての根拠を形成する予想の表示に直接に言及するものである。市場に対する詐欺の場合、それらの注意は、楽観的な予想の重要性を解釈するに当たり無視することができない。

以下の(プレス・リリースおよび記者会見の)表示は法律問題として……重要なものでないと地方裁判所によって正当に判断されたものとわれわれは結論する。」

プレス・リリースおよび記者会見の表示が将来に関する表示に当たるとしても、その表示が存在するところと異なる書類に警告が記載されていることから、そのような表示にビスピークス・コーションの法理が適用されるべきでないとする原告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「地方裁判所はそのような表示に『ビスピークス・コーション』(の法理)を正当に適用したものである。……

どの裁判所もリスクの開示が主張されている不実表示があるのと同じ書類の中に存在しなければならぬと明確に考えてきたとは思われない。……

なかんづく市場に対する詐欺の場合において、適切な審査は、主張されている詐欺的な表示の(あった)時点においての市場に利用可能な情報の総体に関係する。そうであるからといって、注意文言が主張されている不実表示と同じ書類の中に存在するものであったかどうかは問われないというわけではない。なぜならば、『ビスピークス・コーション』の法理が発動されるのに先立ち、注意は主張されている虚偽の予想に合理的に関連するものでなければならぬからである。遠隔の注意は、異なる説明書に含まれている予想を効果的に修正する蓋然性を低下させる。

ここでは、注意は法的に重要な適式の書類——登録届出書とその訂正届出書に記載されているものであった。誤解を生ぜしめるものと主張されている予想は、時間的にきわ

めて近接する適式でないプレス・リリースおよび記者会見において表示されており、それらはすべて明らかに登録届出書の中できわめて詳細に記述されている取引に直接に関連するものであった。本件において存在する状況の下では、市場に対する詐欺の主張において、われわれは、登録届出書に記載されている注意を喚起する表示はまさに同じ取引についてのその後の検討の中でなされている将来に関する予想を制限するとみなされるものとする。」

(3) 判決の意義

プレス・リリースおよび記者会見で副社長および社長が発表した内容が重要な不実表示に当たるかどうかを判定するに当たり、判決は、そのような表示を将来に関するものと認定し、これを前提として、そこに付加されている注意文言を審査することにより、ビスピークス・コーションの法理の適用の可否を検討するものである。

そこでは、ノバル社がワードパーフェクト社との統合の複雑さおよび競合する市場へ参入することに伴うリスクを登録届出書に具体的に記述するのに加えて、合併後に利益が変動する可能性を指摘するとともに、合併によってノバル社の純利益が1株当たり0.9ドル希薄化するおそれがあることを訂正届出書に具体的に記述するものであるがゆえに、きわめて具体的に注意を喚起するものであったと認定されている。判決は、このような注意を喚起する表示が登録届出書とその訂正届出書に記載されていることに注目して、誤解を生ぜしめるものと主張されている予想はそれらと時間的にきわめて近接するプレス・リリースおよび記者会見において表示されていることから、そのような注意を喚起する表示はプレス・リリースおよび記者会見で発表されている予想を制限するものと結論した。しかし、判決は、そのような予想の表示にビスピークス・コーションの法理を適用して、不実表示の重要性を否定したものである。

判決は、一般論として、遠隔的な注意は、異なるところに含まれている予想を効果的に修正する蓋然性を低下させると説示する。しかし、本件における状況の下では、プレス・リリースおよび記者会見の発表と時間的にきわめて近接する登録届出書およびその訂正届出書に注意を喚起する表示が記載されていることに鑑みて、そのような表示はまさに同じ取引についてのその後の検討の中でなされている将来に関する予想を制限すると判定したものである。

判決は、将来に関する表示が存在するのと同じところに注意を喚起する表示が存在するものでなくても、ビスピークス・コーションの法理の適用がありうることを初めて明らかにしたものである。ここに判決の意義を認めることができるであろう。

9 パーネス 対 ゲートウェイ社事件判決⁽¹⁸⁾

(1) 事実の概要

ゲートウェイ社は、パーソナル・コンピュータの製造および販売を目的とする会社であり、1985年の創業から1993年までに、年間10億ドルを超える純売上高を記録する会社に成長した。

1993年12月7日、同社は、登録届出書および目論見書にしたがって、1株15ドルで1170万の株式を公募した。その目論見書は、将来の成長の見通しについて、次のような表示をしている。

「当社は今後も相当な成長を予想するが、以前に経験した程度に成長が継続することを期待するものではない。1993年の第4四半期における当社の営業成績は、必ずしも以前に経験した程度のものではないとしても、当社が第4四半期において過去に経験してきた成長を反映することが期待されている。」

また、そこでは、リスクの要因に言及されており、短期的な製品寿命、成長にかかる経営手腕、営業成績の変動可能性、売上税、使用税および所得税の負担可能性、ならびに公開市場の欠如と株価の変動可能性について、それぞれ太字で記載されている。

1994年2月10日、ゲートウェイ社は、第4四半期において、5億4590万ドルの売上高があったことを公表した。これは第3四半期のそれと比較すると36パーセント、前年同期のそれと比較しても54パーセントの増加をそれぞれ示すものであった。その後、同社の業績は、1994年第1四半期において、6億1590万ドルの売上高を記録したが、1株当たりの利益が減少した。その公表後、同社の株価は20.44ドルから15.5ドルに下落し、6月23日には9.25ドルにまで下落した。ゲートウェイ社は、利益が減少した理由として、製品の変遷、予期されていない売上げの混乱およびポータブル・コンピュータの新製品に付随する技術的な問題が含まれると発表した。

そこで、1994年6月27日から7月1日までの間に、ゲートウェイ社とその役員、取締役および主要株主を相手とする複数のクラス・アクションが提起された。これらのク

ラス・アクションは、1993年12月7日から1994年6月23日までにゲートウェイ社の株式を購入した者によって提起されたものであり、1933年証券法11条の違反を理由とするクラス・アクション、1933年証券法12条(2)号の違反を理由とするクラス・アクションならびに1934年証券取引所法の10条(b)項、20条(a)項および規則10b-5の違反を理由とするクラス・アクションから構成されている。これらの原告は、ゲートウェイ社の登録届出書、目論見書およびその他の通信手段において、重要な不実表示および記載漏れがあったと主張する。

連邦のサウス・ダコタ地区地方裁判所は、これらのクラス・アクションを併合審理して、原告は連邦民事訴訟規則9条(b)項の要件を充足する詐欺の具体的な訴答をするものでないと判示するとともに、原告の主張する目論見書の不実表示のほとんどはビスピークス・コーションの法理の下で法律問題として重要なものでないと判示して、原告の請求を棄却した。これに対し、原告が控訴していたところ、連邦の第8巡回区控訴裁判所は、あらまし次のように判示して、地方裁判所の判決を認容した。

(2) 判決の要旨

被告の目論見書の表示は重要な不実表示に当たるとする原告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

『分別のある者であるならば、争点となっている表示が誤解を生ぜしめるものでないということについて、意見が異なることがありえないものとするような十分な注意文言またはリスクの開示を争点となっている被告の表示を記載している書類が含んでいる』場合にのみ、(連邦民事訴訟)規則12条(b)項(6)号に基づく証券詐欺の申立ての棄却がビスピークス・コーションの法理の下で認容されるべきである。

本件において、地方裁判所は……原告の(1933年証券法の)11条および12条(2)号に基づく請求を適切に棄却するものであった。なぜならば、被告の注意を喚起する表示は主張されている不実表示のすべてを重要でないものとしたからである。『われわれは、ここにある目論見書は投資の危険性をあまねく伝達するのみならず、その警告および注意文言が原告の争点とする表示の内容に直接言及するものであるがゆえに、的確に注意を喚起するものであるということができる。』

たとえば、原告は、申立てにおいて、被告がサウス・ダコタ州以外の州に売上税を納

付すべきゲートウェイ社の義務について不実の表示をしたと主張する。1993年12月7日の株式の公募に先立ち、ゲートウェイ社がサウス・ダコタ州以外の売上税を負担しまたは現実に納付したと主張するものでは決してないが、サウス・ダコタ州以外の売上税を納付するゲートウェイ社の義務に関して、被告がさまざまな州と交渉を開始していたと原告は主張する。ゲートウェイ社の目論見書において、被告は『当社が……所得税の納付または顧客からの売上税および使用税の徴収を要求する州と十分な関係を有するかどうかを判断するために、若干の州の税務当局が当社に情報を要請してきている。当社は……そのような租税の納付のための準備金を全く確保していない。将来において、当社はサウス・ダコタ州以外の州において売上税および使用税を徴収または所得税および特別事業税を納付することを要求されるかもしれない』と具体的に警告するものであった。明らかに、分別のある投資者であるならば、ゲートウェイ社がサウス・ダコタ州以外の州に対し租税を負担する可能性が高いものであったと注意するであろうものであって、目論見書によって、そのような負担の可能性が高くなかったと信じるように誤解を生じたはずがないであろう。

同様に、ゲートウェイ社のポータブル・コンピュータ製品の品質と価値について不実の表示がなされたという原告の主張は、被告の注意を喚起する表示に鑑みると、重要な不実表示を構成しない。被告は、絶えず変動する産業の性質のゆえに、コンピュータの新製品は危険な事業を生ぜしめると潜在的な投資者に対し徹底的に警告するものであった。ゲートウェイ社が1993年に発売した『多くの新製品および特売品』に具体的に言及して、目論見書は『これらの製品または特売品が成功する保証がありえない……』と警告するものであった。このような明示的な注意を喚起する表示に鑑みると、分別のある投資者であるならば、ゲートウェイ社の総売上高のわずかな部分に相当する同社の新製品が決して危険な事業でないと誤解をしたはずがないであろう。

さらに、被告は、ゲートウェイ社の陳腐化した欠陥のある在庫品、同社の購買および在庫管理システムの欠陥、経営情報および受注システムならびに経営および予想の方法に関し、主張されている不実表示を重要でないものにする明示的な警告を提供するものであった。ゲートウェイ社の目論見書は『当社は正確に成長を予想しようとするが、その労働力および製造施設の規模ならびにその経営情報システムおよび在庫管理の充分性に関して、問題を経験してきており、さらに（それを）経験しつづけるかもしれない。

これらの問題は多くの製品の受注残ならびに顧客のサービスおよび補助の遅滞をもたらす可能性がある……』と警告するものであった。これらの警告を知らされている分別のある投資者は、ゲートウェイ社がこれらの領域で潜在的な問題に直面するものでなかったと信じるように誤解をすることがないであろう。

常識を放棄し、ゲートウェイ社の目論見書に記載されている多くの明示的な当該警告を無視することによってのみ、投資者は……主張されている不実表示によって誤解を生じうるものであった。分別のある投資者はそのような警告を無視することがなかったであろうから、主張されているこれらの不実表示は法律問題として重要なものでない。」

(3) 判決の意義

判決は、ビスピークス・コーションの法理の適用の可否を検討するに当たり、目論見書に記載されている明示的な注意文言によって、分別のある投資者が表示について誤解を生じたかどうかを判定し、本件における状況に照らして、これを否定する結論を導いている。判決は、ここで使用されている目論見書に注目して、それは投資の危険性をあまねく伝達するのみならず、その注意文言が問題の表示の内容に直接言及することから、的確に注意を喚起するものであると結論した。

このような説示はトランプ事件判決をそのまま引用するものである⁽¹⁹⁾。目論見書において、売上税、使用税および所得税の負担の可能性に言及して、将来において、サウス・ダコタ州以外の州において売上税および使用税を徴収または所得税および特別事業税を納付することを要求される可能性がある」と警告し、短期的な製品の寿命に関連して、新製品または特売品が成功する保証がありえないと警告するとともに、会社の成長の見通しに言及して、労働力および製造施設の規模ならびにその経営情報システムおよび在庫管理の十分性に関して問題を経験し、今後もそれを経験しつづけるかもしれない、これらの問題は多くの製品の受注残ならびに顧客のサービスおよび補助の遅滞をもたらす可能性がある」と警告したことが、分別のある投資者によって誤解されるものでなく、的確に注意を喚起するものであったと判断されたのであろう。

判決は、ビスピークス・コーションの法理の適用の可否を判定するに当たり、トランプ事件判決の判断基準を踏襲するものであり、分別のある投資者が誤解を生じることのないように的確に注意を喚起するためには、注意文言が投資の危険性をあまねく伝達す

るのみならず、問題の表示の内容に直接言及していることが必要であることを明らかにしたものである。ここに判決の意義を認めることができるであろう。

10 ハルペリン 対 イーバンカー・ユーエスエー・コム社事件判決⁽²⁰⁾

(1) 事実の概要

イーバンカー・ユーエスエー・コム社（以下、単に「イーバンカー社」という）は、経営委託契約に基づいて、イービジョン社の完全子会社たるアメリカン・フロンティア社が運営するところとなっている。したがって、イーバンカー社は、イービジョン社によって、その経営を実質的に支配されている。さらに、イーバンカー社の取締役の選任にかかる議決権の73パーセントに相当する優先株は、イービジョン社の保有するところとなっている。

1998年5月26日、イーバンカー社は、社債、普通株および新株予約権の私募をするために、その広告用資料を発行した。そこでは、私募の対象となる証券は、1933年証券法の下でSECにも州の証券委員会にも登録されることがなく、その株式は譲渡制限を受けるものであることが記述されている。このことに関連して、「その証券にかかる公開市場またはその他の市場が存在しない……（したがって）投資者は、期限なく、その証券の所有権を保持して投資の経済的なリスクを負担することを予想しなければならない」と表示されている。

しかしながら、イーバンカー社の将来の計画に関して、その広告用資料は、次のような表示をしている。

「当社は、(証券の) 転売のために、1933年証券法および1934年証券取引所法の下で、転換社債（および普通株）を登録するのに、SECへ登録届出書を提出しようと努力する方針である……実行可能となるや否や、しかし、その最終日から12か月を過ぎて、国内の証券取引所に転換社債（および普通株）を上場するための申請書を提出するかもしれない。しかしながら、当社がSECに登録届出書を提出すること、SECが登録届出書を有効と宣言すること、または国内の証券取引所への上場がいつでも実現することの保証がありえない。」

1999年3月3日、イーバンカー社の取締役会は新たに私募を行うことを決定し、その勧誘のための募集書類を作成した。それは、最初の数ページにおいて、証券がSECに

も州の証券委員会にも登録されることがないことを太字で警告するとともに、証券の登録に関連して、それが実現する保証がありえないと記述するものであった。広告用資料も募集書類も、証券は投資の流動性に左右されることなく、その損害のすべてを負担することのできる相当な資産を有する者によってのみ購入されるべきものであると潜在的な投資者に警告するものであった。

これらの私募に応じてイーバンカー社の株式を購入した投資者は、不実の表示によって損害を蒙ったと主張して、イーバンカー社、イービジョン社およびアメリカン・フロンティア社ならびにそれらの役員および取締役を相手に、1934年証券取引所法10条(b)項および規則10b-5の違反を理由とするクラス・アクションを提起した。原告は、私募で使われた広告用資料および募集書類に焦点を当てて、そこに記載されている証券がSECに登録される保証がないとする注意文言は漠然としたものであるのに加えて、最初の公募をすることなく株式の登録をするのは現実的でないにもかかわらず、その登録は最初の公募に左右されることに明確に言及しないことは重要な記載漏れを構成するもので、それらの広告用資料および募集書類を不実のものとする主張するとともに、最初の公募が実現しそうになく、したがって登録が実現しそうにないことをイーバンカー社が知るところであったと主張した。これに対し、被告は、救済が認められるような請求を原告が主張するものでないことを理由に、訴えの却下を求める申立てを行った。

連邦のニューヨーク南部地区地方裁判所は、被告の申立てを認容した。これに対し、原告が控訴していたところ、連邦の第2巡回区控訴裁判所は、あらまし次のように判示して、地方裁判所の判決を認容した。

(2) 判決の要旨

イーバンカー社が株式の登録について詐欺的な不実表示をしたとする原告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「……注意文言が存在する場合、われわれは、分別のある投資者が誤解を生じたであろうかどうかを判定するのに、詐欺的であると主張されている書類を全体として分析する。その審査の基準は、書類の中のそれぞれの表示が真実であったかどうかではなく、前後の文脈の中で総合的に検討して、被告の表示または記載漏れが情報の総体に影響を及ぼし、それによって、募集の対象となっている証券の性質に関して、分別のある投資

者に誤解を生ぜしめるであろうかどうかである。……

証券の私募において、注意文言は、ほぼいたるところに存在する。したがって、証券詐欺の申立てを却下する（被告の）申立てを認容するかどうかを決定するに当たり、地方裁判所が判断しなければならない重要な問題は、原告がそのような文言の存在を克服したかどうかである。たとえば、原告の損害を生ぜしめたリスクを注意文言が明示的に警告するものでなく、または（注意文言がそのようなリスクに）直接関連しないものであったことを証明することによって、原告はこれをなすうる。もとより、証券詐欺にかかる訴訟が発生する多くの異なる状況に鑑みて、そのような問題はケース・バイ・ケースで判断されなければならない。しかしながら、すべての事案において、裁判所は、分別のある投資者が投資したときにそのリスクの性質について誤解を生じたはずがないならば、（原告の）申立ては証券詐欺の請求を主張するものでないことを念頭に置かなければならない。

ここで目下の事案に着目すると、1998年および1999年の募集書類はイーバンカー社の証券にかかる将来の登録は最初の公募に左右されることを記述するものでなく、それはさまざまな組織的障害のゆえに実現しそうにないことに言及するのを怠ったと原告は主張する。このことは、株式がのちにSECに登録されるであろうとの期待をもって原告が未登録の証券を購入したがゆえに重要であると説明する。登録は証券の価値を上昇させるとともに、原告に売却戦略をも提供するであろう。したがって、関連するリスクは株式が登録されないかもしれないことであった。

しかし、ここにある募集書類は、このようなリスクについて明示的に警告するものであった。1998年の広告用資料は、大文字かつ太字で（次のように）記述する。

『これにより募集される証券は1933年（証券）法または一定の州の証券関係法の下で登録されたことがなく、1933年法およびそれらの法の登録要件の免除を当てにして募集または売却されている……証券は譲渡および転売の制限を受けており、登録またはその免除にしたがって1933年法および適用可能な州の証券関係法の下で許容される場合を除いて、譲渡または転売することができない。

その証券にかかる公開市場またはその他の市場が存在しない。証券は譲渡制限を受けている。したがって、投資者は、期限なく、その証券の所有権を保持して投資の経済的なリスクを負担することを予想しなければならない。』

これらの明示的な警告とはきわめて対照的に、転売のために証券を登録するイーバンカー社の計画にかかる唯一の言及は書類の隅のほうに通常の活字で見られるところであり、登録が保証されえないとの警告を伴う推進的な文言（イーバンカー社は株式を登録しようとして『努力する方針である』）で、そのような計画（にかかる表示）が挿入されている。さらに、将来の登録の可能性にかかる表示は、1940年投資会社法に基づくイーバンカー社の地位が登録の判定に影響するであろうとの直後の文によって条件が付されている。したがって、分別のある投資者は、少なくとも、登録が保証されておらず、現実には一定の事業展開に左右されるとの注意を受けている。1999年の募集書類は、これらの点において、1998年の広告用資料と実質的に同じものである。全体として解釈すると、これらの書類は注意を喚起するのみならず、いわば、屋根からそれを大声で叫ぶものである。

……イーバンカー社の募集書類はそれぞれ後日の登録の可能性について簡潔で当たり障りのない言及を含むものであった。その可能性さえ、現在のところ証券が転売のために登録されていないもので、かつ、今後登録される保証がありえないとの多くの警告によって制限されているものであった。注意文言は関連するリスクに直接言及するものであって、それゆえに、募集書類は誤解を生ぜしめるものでは決してなかった。売却戦略を確保することを望み、会社が『転売のために（株式を）登録しようとして努力する方針である』ことを知らされて投資する分別のある者は、登録が実現することに賭けている。投資が投資者の望む結果とならなかったからというだけで、募集をした者が証券詐欺について責任を負うことはない。」

(3) 判決の意義

判決は、イーバンカー社の株式の登録の方針にかかる表示が詐欺的な不実表示に当たるかどうかという問題について検討を加え、これを否定したものである。その検討に当たり、判決は、広告用資料および募集書類に記載されている注意文言に焦点を当てて、それがビスピークス・コーションの法理を適用するのに十分なものであったかどうかについて判定をするものである。

判決は、株式の登録に関連して、証券が未登録であること、証券にかかる公開市場が存在しないこと、証券が譲渡制限を受けていることおよびそのことのゆえに投資者が期

限なくその投資の経済的なリスクを負担することを予想しなければならないことを大文字かつ太字で記述している警告に注目して、これらの警告によって、分別のある投資者は、少なくとも、登録が保証されておらず、現実には一定の事業展開に左右されるとの注意を受けているものと認定し、ビスピークス・コーションの法理を適用して不実表示の責任を否定したものである。

判決は、原告の損害を生ぜしめたリスクを注意文言が明示的に警告するものでなく、または注意文言がそのようなリスクに直接関連しないものであったことを原告が証明することによって、ビスピークス・コーションの法理の適用を阻止することができる旨を説示している。言い換えると、判決は、不実表示の責任から免れるためには、少なくとも、注意文言がリスクを明示的に警告し、かつそのようなリスクに直接関連するものであることを要することを明らかにしたもので、ビスピークス・コーションの法理が適用されるための要件を例示したものであるということができよう。ここに判決の意義を認めることができるであろう。

2 判例理論の分析

ビスピークス・コーションの法理は、もっぱら、アメリカの判例において発展してきたものである。しかも、現在のところ、すべての連邦の巡回区控訴裁判所において、何らかの形でこの法理が採用されるところとなっている。したがって、アメリカにおいては、将来情報の開示とそれに伴う責任の問題について、ビスピークス・コーションの法理に基づいて紛争を処理することが多くなっている。

そこで、以下においては、可能な限り、判例法の理論を整理して、その特徴および適用の限界を明らかにすることにしよう。

1 ビスピークス・コーションの法理と判例の動向

ビスピークス・コーションの法理は、ポリン 対 コンダクトロン社事件判決⁽²¹⁾に付された注記にその起源を有するものといわれている。そこでは、次のように説示されている。

「……1967年の年次報告書に関して、それが記載していたように、『予期されていた』

損失が費用として処理されていなかったという理由および 1968 年の業績が改善をみせることを『期待』され、会社がすぐに損益がトントンになる『可能性』をみていることを記載するところであったという理由で、詐欺が主張される。このように使われている文言は、外観において、注意を喚起するものであって、虚偽および詐欺の認定に必要な確信にはるかに及ぶものでない。期待、予期および可能性についての文言は、変化の迅速な分野における複雑な変動の計り知れない影響を認識しているものである。⁽²²⁾

しかし、ビスピークス・コーションの法理は、この段階において、判例法として確立するには至っていない。アメリカの学説においては、ルース 対 エデルスタイン事件判決⁽²³⁾において、判例法として確立したものと理解されている。そこでは、予測の開示について不実表示の責任を生ぜしめるかどうかを判断するに当たり、そのような説示を参照して、次のように判示されている。

「事実、私募勧誘書類は『現実の結果は予想を逸脱しうるものであり、このような逸脱は重要なものでありうる』と投資を予定する者に警告するものであった。われわれは明瞭に『注意を喚起する』表示に基づいて責任を課すことに異存がある。」⁽²⁴⁾

ルース 対 エデルスタイン事件判決は、ビスピークス・コーションの法理を適用して不実表示の責任を否定した最初の判決であって、連邦のその他の巡回区控訴裁判所がビスピークス・コーションの法理を採用するのに影響を及ぼした判決であると評価されている⁽²⁵⁾。ビスピークス・コーションの法理は、現在のところ、被告の訴え却下の申立てまたは略式判決を求める申立てを認容するのに、裁判所が適用する一般的な手段となっている⁽²⁶⁾。

ラマニ 対 シェラソン・リーマン・ハットン事件判決は、登録届出書および目論見書にしたがってリミテッド・パートナーシップの権利を公募するに当たって、目論見書に付属する資料は「過剰飼育、レースの参加の減少および2歳馬の平均価格の下落を含む種馬の飼育業界に直面する多くの具体的な問題を詳述するものであった。募集資料は……関連する高度のリスクを強調する表示および『パートナーシップへの投資目的が達成される保証がありえない』との表示を十分に備えている。……かかる書類は、疑いなく、種馬の飼育業界の経済状況が不安定であることを投資を予定する者に対して有効に警告するものであった。このような書類は『明瞭に注意を喚起する』ものであって、証券詐欺の請求がなされる資料には当たらない」⁽²⁷⁾と判示した。アイ・マイヤー・ピンカ

ス 対 オッペンハイマー社事件判決は、クローズド・エンド型投資会社の株式は純資産価格から割引されてまたはプレミアム付きで取引されることが多く、その株式は割引されまたはプレミアム付きで取引することが期待されているという目論見書の表示に関して、「その直後の文は……株式が取引される価格を予想することができないと投資者に対し具体的に警告する。『株式の市場価格はその取引の量、一般的な市場および経済の状況を含む要因ならびに当社の支配の及ばないその他の要因によって決定されるがゆえに、当社は清算に先立ち（株式が）純資産価格を下回って取引されるか上回って取引されるかを予想することができない。』目論見書に含まれている表示は楽観を促進するというよりはむしろ『明瞭に注意を喚起する』ものである。われわれはそのような根拠で責任を課すことを拒絶する」⁽²⁸⁾と判示した。

また、サイネイ 対 ラムソン・セッションズ社事件判決は、予測の表示がなされたときに虚偽となるかどうかは「予測が信頼性を示唆するものであったか、注意を喚起するものであったか、誠実になされたものであったか、または確たる事実に基づく根拠もしくは過去の根拠を有するものであったか」⁽²⁹⁾ どうかに焦点を当てて判断するものと説示した。このような見解によれば、注意文言の存在は、将来に関する表示がなされたときに虚偽または誤解を生ぜしめるものであったかどうかを判定するに当たって、裁判所が検討する要素の一部となる。したがって、十分に注意を喚起する表示は、将来に関する表示が虚偽または誤解を生ぜしめるものとするのを阻止するように作用しうることになる⁽³⁰⁾。

しかし、これらの判決は、注意文言が誤解を生ぜしめるような重要な不実表示または記載漏れを免責するのに、どの程度の注意の喚起を要するかという点について、何らの指針も提供するところがない⁽³¹⁾。これに対し、その後の判決においては、トランプ事件判決⁽³²⁾を始めとして、この点を明らかにしようとするものがいくつか見られるところとなっている。

トランプ事件判決は、一般的な問題として、「予想、意見または予測が意味のある注意を喚起する表示を伴っている場合において、それらの表示が投資者に付与される情報の『総体』に影響を及ぼさないならば、将来に関する表示は証券詐欺の根拠を形成するものではない。言い換えると、注意文言は、もしも十分であるならば、主張されている記載漏れまたは不実表示を法律問題として重要でないものとする」⁽³³⁾とした。ここにいう

「十分」という文言は、注意文言は争点となっている将来に関する表示に具体的に照応する実質的な情報を包含するものであることを要し、定型的文句の警告または免責条項では足りないことを意味するものである⁽³⁴⁾。この判決は、注意文言の十分性を評価することについて、事実を重視したアプローチを定式化するものである⁽³⁵⁾。

このような解釈は、連邦の裁判所の一般に認めるところとなっている。たとえば、シヨール 対 デジタル・イクイップメント社事件判決、ガスナー 対 ボード・オブ・スーパーバイザーズ・オブ・ディンウィディ郡事件判決およびグロスマン 対 ノベル社事件判決などは、トランプ事件判決において説示されている理論を明示的に適用したものと解されている⁽³⁶⁾。以上の判決は、注意文言の具体性および文脈を基礎とする分析の重要性を強調するものである⁽³⁷⁾。判例の多くは、このような解釈に即して、ビスピークス・コーションの法理の適用の可否を判定する。

もっとも、これに対し、注意文言の審査を重視して責任の有無を判定することに否定的な判決も見られるところである。たとえば、ラビンスタイン 対 コリンズ事件判決は、次のように述べて、判例の多くの見解に対して懐疑的な説示をしている。

「われわれの先例の下では、注意文言はそれだけで予測の表示を法律問題として重要なものでないとするのに必ずしも十分でない。むしろ、われわれが説示してきたように、『重要性は抽象的に判断されるのではなく、その周囲の状況に照らして判断される。』適切な審査は、すべての状況の下で、記載漏れの事実または合理的な根拠を有しない予想が『投資についての利用可能な情報の総体を変化させるように、分別のある投資者が投資判断をするに当たり重要であると考えらるであろう』かどうかである。もとより、注意文言の記載は——企業に特有な不利な事実または前提条件とともに——重要性に関係する。というのは、そのような記載または開示は『情報の総体』の一部であるからである。それにもかかわらず、そのような注意文言は本来的にこの審査の方向を決定づけるものではない。」⁽³⁸⁾

このような見解は、注意文言の存在が審査の方向を決定づけるべきでないことを強調するものであり、事案に焦点を当てたアプローチを支持するものである⁽³⁹⁾。

ワールズ・オブ・ワンダー事件判決は、「ビスピークス・コーションの法理は……将来の予測、見積もりまたは予想に直接に焦点を当てている正確な注意文言にのみ適用される。それに反して、証券は高度のリスクを含んでいるとの定型的文句の警告は連邦法上

の証券詐欺の請求を阻止するのに十分でない」⁽⁴⁰⁾と説示している。このような説示について、学説においては、トランプ事件判決を踏襲したものとする見解⁽⁴¹⁾と、ラビンスタイン 対 コリンズ事件判決の分析を踏襲したものとする見解⁽⁴²⁾があり、理解の仕方が分かるところとなっている。

さらに、フェヒト 対 プライス社事件判決は、ビスピークス・コーションの法理について、次のように述べて、これまでと異なる新たな判断基準を採用するところとなっている。

「何らかの注意文言の記載は、被告の表示が誤解を生ぜしめるものでなかったという判定を法律問題として根拠づけるのに十分でない。『分別のある者』であるならば争点となっている表示が誤解を生ぜしめるものでないことについて意見が異なることがありえないような『十分な注意文言またはリスクの開示』を争点となっている被告の表示を記載している書類が含んでいる場合にのみ、請求を主張していないことを理由とする訴え却下の申立てが成功するであろう。」⁽⁴³⁾

このような基準は、ワーショー 対 コーマ社事件判決およびパーネス 対 ゲートウェイ社事件判決において踏襲されている。

以上のように、ビスピークス・コーションの法理は連邦の巡回区控訴裁判所においてはひろく採用されているものといつてよいであろう。しかるに、現在のところ、連邦の最高裁判所は、これを明示的に採用するには至っていない⁽⁴⁴⁾。

2 免責の理論的根拠

ビスピークス・コーションの法理は、1933年証券法11条および12条(2)号ならびに1934年証券取引所法10条b)項およびその下での規則10b-5を含む、連邦証券諸法のさまざまな規定に基づく請求に適用されることとなっている⁽⁴⁵⁾。その免責の理論的根拠について、判例においては、あらまし次のような要件に焦点を当てて、免責の当否が検討されている。

第一は、合理的な信頼の要件との関連において、ビスピークス・コーションの法理の適用の可否を検討するものである。これは、具体的な注意文言を記載することで、発行者の楽観的な予想を投資者が信頼することを不合理なものとする認定することによって、ビスピークス・コーションの法理を発動させるというものである⁽⁴⁶⁾。すなわち、注

意文言が十分なものであるならば、将来に関する表示を合理的に信頼することができないという解釈をするものである。

判例において、ビスピークス・コーションの法理における免責の理論的根拠を合理的な信頼の欠如に求める見解は、一部の裁判所において採用されているにすぎない⁽⁴⁷⁾。合理的な信頼という概念の下では、注意文言は、投資者が表示を合理的に信頼することができないがゆえに、誤解を生ぜしめる可能性のある表示を無害なものとする⁽⁴⁸⁾。

第二は、重要性の要件との関連において、ビスピークス・コーションの法理の適用の可否を検討するものである。これは、予測または見積もりの中で記載されているあらゆる不実表示は注意を喚起する総体的な開示の文脈においては重要なものでないと認定することによって、ビスピークス・コーションの法理を発動させるというものである⁽⁴⁹⁾。すなわち、注意文言が十分なものであるならば、将来に関する表示を重要でないものにするという解釈をするものである。

ビスピークス・コーションの法理における免責の理論的根拠を重要性の欠如に求める見解は、多くの裁判所において採用されるところとなっている⁽⁵⁰⁾。すなわち、重要性の概念の下では、注意文言は、利用可能な情報の総体の範囲内で、他の重要な不実表示を重要でないものとするように機能することになる⁽⁵¹⁾。

このように、判例においては、ビスピークス・コーションの法理における免責の理論的根拠を、主として重要性の概念に、それ以外では合理的な信頼の概念に置いているものということができる⁽⁵²⁾。しかも、裁判所によっては、重要性の基準と合理的な信頼の基準を互換可能なものとして取り扱っている場合もある⁽⁵³⁾。しかしながら、重要性の基準と合理的な信頼の基準は完全に互換可能なものではない。なぜならば、1933年証券法11条および12条2号は合理的な信頼の立証を要求するものでないからである。そうであるならば、ビスピークス・コーションの法理を適用するに当たっては、重要性の欠如を理由とすることによって、法理が潜在的に適用されうる事件の数を増加させるであろう⁽⁵⁴⁾。したがって、ビスピークス・コーションの法理が重要性および合理的な信頼の要件から論理的に展開されるという事実は、法理がどちらか一方の要件に基礎を置くときは、同一に適用されることを意味しない⁽⁵⁵⁾ものというべきであろう。

3 法理の適用の対象となる表示

ビスピークス・コーションの法理は、将来に関する表示にのみ適用されるものであって、現在の事実または歴史的な事実には適用されることがない。連邦の裁判所は一貫してその旨を判示している⁽⁵⁶⁾。その理由について、たとえば、ベスト事件判決は、次のように述べている。

「論理的に、(ビスピークス・コーションの) 法理は、将来を予測することに固有のリスクのゆえに、予測および本質的に不確実である表示に……適用される。法理がすでに存在している情報についてなされた表示に適用されるときは、それはその論理に適合した目的を見失う。」⁽⁵⁷⁾

ビスピークス・コーションの法理は、SECのセーフ・ハーバー・ルールと異なり、SEC提出書類以外になされた将来に関する表示にも適用される⁽⁵⁸⁾。また、ビスピークス・コーションの法理は、将来に関する表示であるならば、SEC提出書類であるか否か、さらには、口頭でなされたものか書面でなされたものかを問うことなく、適用される。したがって、その適用の範囲は、証券法規則175のそれよりも幅広いものとなっている⁽⁵⁹⁾。

さらに、ビスピークス・コーションの法理がソフト・インフォメーションに関する積極的な不実表示と記載漏れの主張のどちらにも適用されるかについては、判例において見解の対立するところとなっている。たとえば、トランプ事件判決は、次のように述べて、これを肯定的に解している。

「ビスピークス・コーションの法理は、分析的な問題として、ソフト・インフォメーションに関する積極的な不実表示と記載漏れの主張のどちらにも同様に適用される。書類は誤解を生ぜしめるような積極的な予測または意見を記載するものであると原告が主張するにせよ、不開示が誤解を生ぜしめるような予想または予測を記載していないと主張するにせよ、書類に記載されている注意を喚起する表示は、争点となっている予想の表示または意見を法律問題として重要なものでないとする。」⁽⁶⁰⁾

これに対し、ワールズ・オブ・ワンダー事件判決は、次のように述べて、これを否定的に解している。

「もしも書類がある事柄について全く言及していないならば、『ビスピークス・コーション』の法理が適用されることはない。ある内容について注意を喚起して、かつそれに

言及しないことを同時にすることはできないのである。」⁽⁶¹⁾

この見解によれば、ビスピークス・コーションの法理はソフト・インフォメーションに関する積極的な不実表示が存在する場合にのみ適用され、そのような情報の開示が存在しないと主張する場合には適用されないものと解することになる⁽⁶²⁾。

4 注意の喚起の程度

ビスピークス・コーションの法理が適用されるためには、将来に関する表示に十分な注意文言が付加されていることが必要である。それでは、どのようなものが十分な注意文言を構成するものと解することができるであろうか。

十分な注意文言というときは、注意の喚起の程度を問題とするものということができるであろう。そうであるならば、十分な注意文言という場合、どの程度の注意の喚起を要するのであるだろうか。ビスピークス・コーションの法理に関するリーディング・ケースといわれているトランプ事件判決は、この点に関して、次のような説示をしている。

「読み手に投資はリスクを有すると警告するにすぎない漠然としたまたは総括的な(定型的文章の) 免責条項は、通常、誤った情報を防ぐのに適切でないであろう。(注意文言が) 十分であるためには、注意を喚起する表示が実質的なものであって、……特定の将来の予測、見積もりまたは意見に照応するように記述されなければならない。」⁽⁶³⁾

このことは、潜在的なリスクについてあいまいで定型的文章の注意は投資者を不実の情報から保護するのに十分でないことを意味している⁽⁶⁴⁾。しかしながら、そこでは、どのような場合に注意の開示があいまいで漠然としており、したがって効果のないものとなるかについての指針を記述するところがない⁽⁶⁵⁾。

また、ビスピークス・コーションの法理は、将来の予測、見積もりまたは予想に直接に焦点を当てている正確な注意文言にのみ適用されるものと解されている⁽⁶⁶⁾。このことは、連邦証券諸法の下で、将来に関する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⁽⁶⁷⁾。したがって、正確かつ事実焦点を当てている警告だけが十分な注意文言または意味のある注意文言の要件を充足することになる⁽⁶⁸⁾。もともと、そのような場合であっても、将来に関する表示がなされたときに虚偽または誤解を生ぜしめるものであることを開示をした者が知っていた場合には、注意文言は重要な不実表示または記載漏れを免責しないとする判決も見

られるところである⁽⁶⁹⁾。

3 まとめ

以上に検討してきたように、ビスピークス・コーションの法理に関する判例の展開はきわめて多様なものとなっている。したがって、ビスピークス・コーションの法理が判例法として確立したものであることは疑いがないとしても、その適用の可能性については、ややあいまいなところがあるといっても過言ではないであろう。

しかし、たとえ裁判所がどのような形でビスピークス・コーションの法理を適用するとしても、それは投資者に対するより多くの将来情報の開示を奨励するものとなっている。したがって、ビスピークス・コーションの法理は、投資者が十分な情報に基づく投資判断をすることを可能にするとともに、発行者の訴訟リスクを減少させるものといえてよいであろう^{(70) (71)}。

注

(1) Notes, Securities Law : When Does a Securities Disclosure Truly “Bespeak” Caution? — In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation — Taj Mahal Litigation, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993), cert. denied, 114 S.Ct. 1219 (1994), 20 U. Dayton L. Rev. 467, 468 (1994).

(2) Hamilton, Motley & Turner, Responsibilities of Corporate Officers and Directors under Federal Securities Laws 45 (1997).

(3) Kline v. First Western Government Securities, Inc., 24 F.3d 480 (3d Cir. 1994) .

(4) 判決は、ファースト社の設立に関与し同社の顧問となったアーヴェイはサミュエルズと長期にわたり密接な関係を有しており、そのことは、アーヴェイの意見書に含まれている事実に関する主張はファースト社の現実の取引の内容を反映するものでないことをアーヴェイが知りまたは知るのに十分な理由があったとの推論を可能にするものであると述べている (Id. at 487)。本件判決においては、おそらく、このような事情も影響して、注意文言が十分でないかと判断されたのであろう。

(5) In re Worlds of Wonder Securities Litigation, 35 F.3d 1407 (9th Cir. 1994) .

(6) In re Worlds of Wonder Securities Litigation, 814 F. Supp. 850, 858 (N.D. Cal. 1993) .

(7) Harden v. Raffensperger, Hughes & Co., Inc., 65 F.3d 1392 (7th Cir. 1995) .

- (8) Fecht v. Price Co., 70 F.3d 1078 (9th Cir.1995) .
- (9) なお、連邦の第9巡回区控訴裁判所は、フェヒト 対 プライス社事件判決を、ピスピークス・コーションの法理に基づく訴えの却下を審査するための指導的な先例と位置づけている (Wander, Cope & Dariyanani, 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, 1051 (1996))。
- (10) Warsaw v. Xoma Corp., 74 F.3d 955 (9th Cir.1996) .
- (11) 判決においては、コーマ社の楽観的な表示は薬品の危険性およびその連邦食品薬品局の承認の可能性がほとんどないというコーマ社に知られている不都合な事実と相反するものであると認定されている (Id at 959-960 参照)。このことは、分別のある者が誤解を生じることのないように、不都合な事実を明らかにして注意を喚起することが必要であることを示唆するものといつてよいであろう。
- (12) Shaw v. Digital Equipment Corp., 82 F.3d 1194 (1st Cir.1996) .
- (13) In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, 7 F.3d 357 (3d Cir.1993) .
- (14) Shaw, 82 F.3d at 1213 (citing Trump, 7 F.3d at 364) .
- (15) Gasner v. Board of Supervisors of County of Dinwiddie, Virginia, 103 F.3d 351 (4th Cir.1996) .
- (16) Id. at 359 および Trump, 7 F.3d at 372 を参照。
- (17) Grossman v. Novell, Inc., 120 F.3d 1112 (10th Cir.1997) .
- (18) Parnes v. Gateway 2000, Inc., 122 F.3d 539 (8th Cir.1997) .
- (19) Id. at 548 ; Trump, 7 F.3d at 372.
- (20) Halperin v. eBanker USA. Com, Inc., 295 F.3d 352 (2d Cir.2002) .
- (21) Polin v. Conductron Corp., 552 F.2d 797 (8th Cir.1977) .
- (22) Id. at 806 n.28.
- (23) Luce v. Edelstein, 802 F.2d 49 (2d Cir.1986) .
- (24) Id. at 56.
- (25) Calderon & Kowal, Safe Harbors : Historical and Current Approaches to Future Forecasting, 22 J. Corp. L. 661, 668 (1997) .
- (26) Comments, What's Wrong with the Safe Harbor for Forward-Looking Statements? A Call to the Securities and Exchange Commission to Reconsider Codification of the Bespeaks Caution Doctrine, 81 Marq. L. Rev. 133, 137-138 (1997) .
- (27) Romani v. Shearson Lehman Hutton, 929 F.2d 875, 879 (1st Cir.1991) . もっとも、本判決における法理

の適用は、明示的な将来に関する表示に対する争訟にかかわるものではなく、原告の記載漏れの主張の却下にすぎないものである (Seligman, *The SEC's Unfinished Soft Information Revolution*, 63 *Fordham L. Rev.* 1953, 1977 (1995))。

(28) *I. Meyer Pincus & Assoc. v. Oppenheimer & Co.*, 936 F.2d 759, 763 (2nd Cir.1991) .

(29) *Sinay v. Lamson & Sessions Co.*, 948 F.2d 1037, 1040 (6th Cir.1991) .

(30) *O'Hare, Good Faith and the Bespeaks Caution Doctrine : It's Not Just a State of Mind*, 58 *U. Pitt. L. Rev.* 619, 632 (1997) .

(31) Seligman, *supra* note 27, at 1978 参照。

(32) *In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation*, 7 F.3d 357 (3d Cir.1993) . 本判決の研究については、龍田節「発行者の会社情報開示」証券取引規制における自己責任原則と投資者保護 39-40 頁 (平成8年)、下中和人「予想表示にかかる不実表示の責任」商事法務1426号25-27頁 (平成8年) 参照。

(33) *Id.* at 371.

(34) Comments, *supra* note 26, at 142.

(35) *Calderon & Kowal*, *supra* note 25, at 670.

(36) Seligman, *supra* note 27, at 1980 参照。

(37) Comments, *supra* note 26, at 142 参照。

(38) *Rubinstein v. Collins*, 20 F.3d 160, 167-168 (5th Cir.1994) .

(39) Seligman, *supra* note 27, at 1979.

(40) *Worlds of Wonder*, 35 F.3d at 1414.

(41) *Calderon & Kowal*, *supra* note 25, at 671-672 参照。

(42) Seligman, *supra* note 27, at 1980 参照。

(43) *Fecht*, 70 F.3d at 1082.

(44) もっとも、その論理については、黙示的開示は連邦の最高裁判所において受け容れられていると下級裁判所は説明している (Comments, *supra* note 26, at 138)。Harden, 65 F.3d at 1405 ; Fecht, 70 F.3d at 1082 ; Trump, 7 F.3d at 372 参照。これに対し、ランゲボート教授は、このような下級裁判所の分析に反対する (*Langevoort, Disclosures that "Bespeak Caution"*, 49 *Bus. Law.* 481, 489-491 (1994) 参照)。

(45) *Strickland & Manesis, Application of the Bespeaks Caution Doctrine to Federal Securities Fraud Claims*, *In* *PLI 27th Annual Institute on Sec.Reg.* 43, 62 (1995) .

(46) *Angiolillo, Bespeaks Caution Doctrine : Heading for Codification*, *N.Y.L.J.*, Jan. 5, 1995, at 15.

(47) そのような例として、Schwarz v. Michaels, [1992 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 96, 920 at 93, 839 (S. D. N. Y. 1992) ; In re Integrated Resources Limited Partnerships Securities Litigation, 815 F. Supp. 620, 672 (S. D. N. Y. 1993) ; Feinman v. Schulman Berlin & Davis, 677 F. Supp. 168, 170-171 (S. D. N. Y. 1988) などがある。たとえば、Schwarz, [1992 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 96, 920 at 93, 839 においては、ビスピークス・コーシヨンの法理を適用する理由を「詳細にかつ反復されている警告に鑑みると、原告はその予想を合理的に信頼することができなかった」からであると述べている。

(48) Notes, Who is Bespeaking to Whom? Plaintiff Sophistication, Market Information, and Forward-Looking Statements, 45 Duke L. J. 579, 588 (1995) .

(49) Angiolillo, supra note 46, at 15.

(50) そのような例として、Trump, 7 F. 3d at 371 ; Grossman, 120 F. 3d at 1120-1121 などがある。たとえば、Trump, 7 F. 3d at 371 においては、ビスピークス・コーシヨンの法理を適用する理由を「注意文言は、もしも十分であるならば、主張されている記載漏れまたは不実表示を法律問題として重要でないものとする」からであると述べている。

(51) Notes, supra note 48, at 588.

(52) Strickland & Manesis, supra note 45, at 54. もっとも、判例の中には、ビスピークス・コーシヨンの法理の適用に当たって、その理論的根拠を明示的に述べていないものもある。たとえば、そのような例として、In re Quarterdeck Office Sys., Inc., Securities Litigation, 854 F. Supp. 1466 (C. D. Cal 1994) 事件判決がある。

(53) Notes, supra note 48, at 588.

(54) Id at 588-589.

(55) Id at 589.

(56) Strickland & Manesis, supra note 45, at 71.

(57) In re ZZZZ Best Securities Litigation, 864 F. Supp. 960, 974 (C. D. Cal. 1994) .

(58) Angiolillo, supra note 46, at 15 参照。

(59) Calderon & Kowal, supra note 25, at 676. たとえば、Brown v. E. F. Hutton Group Inc., 991 F. 2d 1020, 1033 (2d Cir. 1994) において、パートナーシップへの投資はノーリスクまたはローリスクであり、販売パンフレットの表示はブローカーの表示に相反しないとの財務担当役員による口頭の表示が投資者に誤解を生ぜしめたとする原告の主張について、判決は、販売パンフレットは「誤解を生ぜしめないような事実に基づく資料についての完全かつ客観的な開示を提供するものであった」と述べて、財務担当役員による口頭の表示および発行者の販売パンフレットに記載の表示を保護している。なお、本件における表示は、証券法規則 175 の保護に適合しないものである。

- (60) Trump, 7 F.3d at 371.
- (61) Worlds of Wonder, 814 F.Supp. at 859
- (62) Rosen, Liability for “Soft Information” : New Developments and Emerging Trends, 23 Sec.Reg.L.J. 3, 35-36 (1995) .
- (63) Trump, 7 F.3d at 371-372.
- (64) Comment, Private Securities Litigation Reform Act of 1995 : Do Issuers Still Get Soaked in the Safe Harbor ? , 27 Golden Gate U. L.Rev. 527,539 (1997) .
- (65) Seligman, supra note 27, at 1978 参照.
- (66) In re Donald J.Trump Casino Securities Litigation, 793 F.Supp. 543, 554 (D.N.J. 1992) .
- (67) Strickland & Manesis, supra note 45, at 74.
- (68) Calderon & Kowal, supra note 25, at 670.
- (69) 多くの裁判所でこのような判示をしていると指摘する学説がある (Strickland & Manesis, supra note 45, at 79 参照)。たとえば, Worlds of Wonder, 814 F.Supp. at 858 においては、「もしも表示がなされたときに虚偽であることを被告が知っていたならば、ビスピークス・コーションの法理は虚偽の表示を免責するために適用されることがない」とされている。その他、ZZZZ Best, 864 F.Supp. at 975 および Gurfein v. Sovereign Group, 826 F.Supp. 890, 908 (E. D. Pa. 1993) なども同旨である。なお、最後の判決の紹介および検討については、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——アメリカにおける議論の展開を中心として——」長崎県立大学論集 35 卷 3号 56-59 頁 (平成 13 年) を参照。

しかし、そのような解釈論が常に妥当するかどうかは、理論的に疑問なしとしないところである。なぜならば、将来に関する表示が虚偽または誤解を生ぜしめるものであることを知って開示したからといって、それがすべて重要な事項について虚偽または誤解を生ぜしめるものとなるとは限らないからである (同 88-90 頁参照)。

- (70) Comment, supra note 64, at 540.
- (71) このことに関連して、尾崎安史「アメリカにおけるソフト情報開示の最近の展開」比較会社法研究 176 頁 (平成 11 年) においては、将来「情報の危険性を知つつ有用性を活用することが肝要、ということである。その意味では、注意喚起は無駄ではない。そして、紋切り型 (boilerplate) でない適切な注意喚起であることがポイントであり、それと免責とが結びつくことで将来志向情報の開示が促進されることに期待したものの、bespeaks caution doctrine の政策的意義はこのあたりにありそうである」と指摘されている。

三 制定法におけるセーフ・ハーバー

アメリカでは、証券民事訴訟の濫用が大きな問題となっている。なかんずく、将来情報の開示にかかる証券民事訴訟との関連で問題となることが多いようである。

このことは、次のような弊害をもたらすものといわれている。将来に関する表示に起因する規則 10b-5 の下でのクラス・アクションに基づく責任追及の可能性は、経営者、アナリストおよび投資者間のコミュニケーションをしばしば阻害し、それによって一般投資者に提供される情報の量を減少させる。その結果、投資は情報の不足のためにより危険なものとなり、資金を調達するコストが増加することになる⁽¹⁾。

このような実態に鑑みて、アメリカの連邦議会は、1995 年証券民事訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act of 1995) を制定した⁽²⁾。これに伴って、1933 年証券法に 27A 条を、1934 年証券取引所法に 21E 条をそれぞれ追加するところとなっている。アメリカでは、これらの規定は、一般に、制定法におけるセーフ・ハーバーと呼ばれている。

1 概要

アメリカでは、将来情報の開示を奨励するために、不実の表示に関する民事責任を制限する規定が連邦証券諸法に置かれている。1933 年証券法 27A 条および 1934 年証券取引所法 21E 条がそれに該当するものである。これらの規定は、一般に、制定法におけるセーフ・ハーバーと呼ばれるところとなっている。

そこでは、将来に関する表示が将来に関するものとして指摘され、かつ将来に関する表示の中での結果と著しく異なる現実の結果をもたらしうる重要な要因を指摘している意味のある注意を喚起する表示を付加している場合 ((c)項1号(A)(i)) もしくは重要なものでない場合 ((c)項1号(A)(ii)) または虚偽もしくは誤解を生ぜしめるものであるとの現実の認識をもってなされたことを原告が証明することのできない場合 ((c)項1号(B)) には、その表示について民事責任を負わないものとする規定されている⁽³⁾。このような規定は、SEC のセーフ・ハーバー・ルールおよびビスピークス・コーションの法理にならって明文化されているものである⁽⁴⁾。

なお、制定法におけるセーフ・ハーバーは、証券法または証券取引所法の下で、重要な事実についての不実表示または記載漏れに基づいて提起される民事訴訟にのみ適用さ

れるものであり、SECの執行行為に適用されることがない⁽⁵⁾。したがって、SECによる訴訟からの保護を受けるためには、証券法規則175に規定されているSECのセーフ・ハーバー・ルールの要件を充足することが必要である⁽⁶⁾。

2 意味のある注意を喚起する表示

意味のある注意を喚起する表示の付加は、制定法におけるセーフ・ハーバーが適用されるための要件となっている。ここでいう「意味のある注意を喚起する表示」という要件は、ビスピークス・コーションの法理における「十分な注意文言」という要件に相当するものである。

それでは、どのようなものが意味のある注意を喚起する表示を構成するものということができるであろうか。立法資料においては、この点に関連して、次のような指摘が見られるところとなっている。

第一に、定型的文句の警告は意味のある注意を喚起する表示として十分でないものとされている⁽⁷⁾。第二に、重要な要因は、それが予測に関連するものであって、将来に関する表示が実現するか否かについて現実に影響を及ぼす性質のものでなければならないものとされている。しかし、注意を喚起するに当たっては、必ずしもすべての重要な要因を指摘する必要がないものとされている⁽⁸⁾。第三に、歴史的な事実について不実の表示をする注意を喚起する表示はセーフ・ハーバーによって保護されることがないものとされている⁽⁹⁾。

3 連邦議会における立法過程での議論の状況

制定法におけるセーフ・ハーバーに誠実の要件を包含しないものとするものの当否については、立法の過程において、もっとも議論のあったところである。むしろ、当初に提案されていたセーフ・ハーバーは、精神状態の要件を包含するものであった。そこでは、投資者に誤解を生ぜしめることの期待、目的および現実の意図をもって故意によりなされている将来に関する表示を制定法におけるセーフ・ハーバーの適用除外とする規定が置かれていたところである⁽¹⁰⁾。

しかし、その後、両院協議会によって作成された修正法案においては、そのような規定が削除されたことから、それを基礎として成立した現行の制定法におけるセーフ・ハーバーの下では、精神状態の要件は考慮されることがない。なぜならば、そこでは、たとえ虚偽または誤解を生ぜしめるものであるとの現実の認識をもって将来に関する表示がなされている場合であっても、表示が将来に関するものであることが明示されるとともに意味のある注意を喚起する表示が付加されているならば、不実の表示に関する民事責任を問われることがないからである。

もっとも、現行法の成立に至るまでの立法過程では、そのような法案に反対する意見も多く存在していたところであり、そのような主張は、制定法におけるセーフ・ハーバーに精神状態の要件が存在しないことは根本的に「うそをつく資格」を将来情報の開示をする者に付与するとの懸念から展開されていたのである⁽¹⁾。

注

(1) Comment, Private Securities Litigation Reform Act of 1995 : Do Issuers Still Get Soaked in the Safe Harbor ? , 27 Golden Gate U. L. Rev. 527, 529-530 (1997) .

(2) 改革法の全般にわたる紹介については、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頁以下(平成9年)参照。

(3) 条文の翻訳および解説については、下中和人「アメリカにおける将来情報の開示の奨励——1995年民事証券訴訟改革法の規制を中心に——」六甲台論集法学政治学篇44巻3号188—190頁(平成10年)を参照。さらに、日本証券経済研究所編・新外国証券関係法令集アメリカ(III)60—61頁および371—372頁(平成20年)参照。

(4) 詳細については、下中・前掲注(3)185—194頁およびそこに引用の文献を参照。

(5) Comments, What's Wrong with the Safe Harbor for Forward-Looking Statements ? A Call to the Securities and Exchange Commission to Reconsider Codification of the Bespeaks Caution Doctrine, 81 Marq. L. Rev. 133, 147 (1997) .

(6) 1 Hazen, Treatise on the Law of Securities Regulation 11 (1997 Pocket Part) .

(7) H. R. Conf. Rep. No. 104-369, 104th Cong., 1st Sess. 43 (1995) .

(8) Ibid.

(9) Id. at 44.

(10) S. Rep. No. 104-98, 104th Cong., 1st Sess. 27 (1995) 参照。これについては、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——アメリカにおける議論の展開を中心として——」長崎県立大学論集 35 巻 3号 67 頁注17 (平成13年) を参照。

(11) 詳細は、下中・前掲注 (10) 67—68 頁注20、および、O' Hare, Good Faith and the Bespeaks Caution Doctrine : It's Not Just a State of Mind, 58 U. Pitt. L. Rev. 619, 621 (1997) を参照。

第三節 日本法への示唆

すでに述べたように、アメリカでは、SECのセーフ・ハーバー・ルールによって誠実にかつ合理的な根拠をもってなされている将来に関する表示が保護されるとともに、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の付加されている将来に関する表示が保護されるようになっていく。それに加えて、ビスピークス・コーションの法理にならって、制定法におけるセーフ・ハーバーが規定されるに至っている。アメリカでは、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ものとすることによって、将来情報の開示が奨励されるようになっていく。なかんずく、そこでは、ビスピークス・コーションの法理が将来情報の開示を奨励するのに効果的なものとなっている。

しかるに、わが国においては、アメリカのように、セーフ・ハーバー・ルールやビスピークス・コーションの法理に相当するものが存在しない。したがって、わが国においても、将来情報の開示を奨励すべきものであるとするならば、アメリカにおけるそのような規制の仕方を導入することの可否を検討すべき余地があるといえるであろう⁽¹⁾。

投資判断は、主として企業の将来性の評価を基礎とするものである。それゆえに、将来に関する情報はかかる判断に有益なものであり、その開示は奨励されるべきものである。このことはわが国においても妥当するところであり、これを否定すべき理由は見当たらないといえるであろう。そうであるならば、わが国において、将来情報の開示を奨励するに当たっては、アメリカにおける規制の仕方をどのような形で導入することが適切であるかという問題が検討されなければならないであろう。

それでは、この点に関連して、日本法へどのような示唆を得ることができるであろうか。これについては、アメリカにおけるのと同じように、ビスピークス・コーシヨンの法理を立法化するという形で、これを日本法に導入することの当否が問題となるところである。

しかし、アメリカにおいて、ビスピークス・コーシヨンの法理および制定法におけるセーフ・ハーバーのような規制が発展してきたのは、証券民事訴訟の濫用を防止するためであったという指摘が見られるところとなっている⁽²⁾。これに対し、わが国においては、現在のところ、証券民事訴訟の濫用はもとより、その提起についてもほとんど問題となることがない。証券民事訴訟の濫用を防止することを念頭に置いたアメリカにおける規制の仕方を直ちに立法化して導入することは、わが国における訴訟の実態に鑑みると適切ではない⁽³⁾。

また、ビスピークス・コーシヨンの法理にならって制定法におけるセーフ・ハーバーを制定したアメリカにおいても、その適用の要件である「意味のある」注意を喚起する表示がどのようなものであるかという指針が判例において必ずしも十分に明確化されていないことから、会社は、依然として、将来情報の開示を提供することをためらっているといわれている⁽⁴⁾。したがって、現時点において、アメリカにおける規制の導入の方法を立法論の問題として検討するには、いまだ機は熟していないものというべきである。

しかし、そのことは、アメリカ法の検討からは何も示唆が得られないということの意味するものではない。むしろ、わが国においては、将来情報の開示とそれに伴う民事責任の関係を解釈論の問題として検討するに当たって、アメリカにおけるビスピークス・コーシヨンの法理の展開から示唆を得ることができるものといつてよいであろう。

わが会社法および金融商品取引法は、企業内容の開示の正確性を確保するために、不実の表示について会社および会社関係者に民事責任を負わせる規定を置いている。会社法は、計算書類および事業報告ならびにこれらの附属明細書ならびに臨時計算書類に記載すべき重要な事項についての虚偽の記載をしたときは、取締役および執行役は、これによって第三者に生じた損害を賠償する責任を負うものとする（会社法 429 条 2 項 1 号ロ）⁽⁵⁾。これに加えて、金融商品取引法は、有価証券届出書または目論見書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、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ときは、発行者および有価証券届

出書の提出時・目論見書の作成時の役員は損害賠償の責任を負うものとする（金融商品取引法18条・21条1項1号および3項・22条）とともに、有価証券報告書、半期報告書または四半期報告書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、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ときは、発行者およびそれらの提出時の役員は損害賠償の責任を負うものとする（金融商品取引法21条の2第1項・24条の4・24条の4の7第4項・24条の5第5項）。

このような規定の下では、重要な事項について虚偽の記載をし、または誤解を生じさせる表示もしくは記載漏れをしたときは、民事責任を生ぜしめうることになる。これに対し、ビスピークス・コーションの法理は、十分な注意文言が不実表示を重要でないものにするのと解するものである。したがって、アメリカ法の展開からは、わが国における不実の表示に関する民事責任の規定の要件となっている「重要な事項」についての解釈論を展開するに当たって示唆を得ることができるものといつてよいであろう。

それでは、将来に関する表示が現実の結果と合致しないとき、いかなる場合にその表示が「重要な事項」に当たらないものと解することができるのであろうか。アメリカの判例においては、ある情報の開示が分別のある投資者に利用可能な情報の総体を著しく変化させるものとみなされたであろう実質的な蓋然性が存在するならば、その情報は重要なものであると解されている⁽⁶⁾。しかし、将来に関する情報という局面においては、どのような情報が「情報の総体を著しく変化させる」ことになるかについて、やや明確でないところがあると指摘されている⁽⁷⁾。アメリカの判例においても、それを判断する基準について、さまざまな定式化が試みられている⁽⁸⁾。したがって、いかなる場合に将来に関する情報が重要なものでないと判定することができるかを一義的に論じることは困難であり、かつそうすることも妥当ではないものというべきである。

しかし、アメリカ法の検討からは、少なくとも、次のような重要な示唆を得ることができるものといつてよいであろう。ビスピークス・コーションの法理に関するリーディング・ケースであるトランプ事件判決を始めとする多くの判例において説示されているように、注意文言が正確なものであって、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場合には、不実の表示に関する民事責任が生じないものと解してよいであろう⁽⁹⁾。また、注意文言が具体的なものであって、特定の将来に関する表示に照応するように記述されている場合にも、そのように解してよいであろう。ただし、注意文言が

正確に記述されていないならば、分別のある投資者に利用可能な情報の総体を著しく変化させる実質的な蓋然性が存在するであろう。しかるところ、注意文言を正確かつ具体的に記述することは、将来情報に含まれる不確定な要素に伴うリスクを評価するに当たって、投資者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と考えられるからである。将来に関する表示について分別のある投資者が誤解を生じることのないように十分な注意文言を付加することが有益であろう⁽¹⁰⁾。

もともと、虚偽または誤解を生ぜしめる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については、そこに十分な注意文言が付加されているか否かにかかわらず、不実の表示に関する民事責任が生じるものと解すべきである⁽¹¹⁾とする解釈論を展開するものも見られるところである。しかし、すでに述べたように、将来に関する表示が虚偽または誤解を生ぜしめるものであることを知りながら開示をしたからといって、それがすべて重要な事項について虚偽または誤解を生ぜしめるものとなるとは限らないことから、そのような解釈論が常に妥当するかどうかは疑問の余地があるものといわざるをえないであろう。

注

(1) アメリカにおけるSECのセーフ・ハーバー・ルールおよび判例の理論を検討して日本法への示唆を論じたものとして、森田章・企業内容開示制度——法規制の展開と課題 104-160 頁 (平成3年) がある。これに対し、本書では、これまでの研究とは少し視点を変えて、アメリカにおけるビスピークス・コーションの法理の展開から日本法へどのような示唆を得ることができるかを論じることとする。

(2) ビスピークス・コーションの法理の背後にある目的は「後知恵による詐欺」を主張する訴訟を抑止するところにある (Notes, Securities Law : When Does a Securities Disclosure Truly “Bespeak” Caution? — In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation — Taj Mahal Litigation, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993), cert. denied, 114 S.Ct. 1219 (1994), 20 U. Dayton L. Rev. 467, 479 (1994))。アメリカでは、将来に関する表示が現実の結果と合致しなかったことのみを理由とする証券民事訴訟が提起されることがある。将来情報の開示に伴う不実表示の責任の追及に関連して、その濫用がしばしば見られるところとなっている。

(3) 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 470 頁 (平成9年) も「アメリカの証券民事訴訟制度の改革は、わが国の立法に直接の示唆を与えるものではない」とされている。

もつとも、わが国においても、証券民事訴訟の濫用が問題となる事態に至ったときは、今後のアメリカ法の展開も参考にしながら、証券民事訴訟の濫用を阻止する効果的な方法を、立法論も含めて、検討することが必要となるであろう。しかし、現時点においては、アメリカにおける一連の立法が証券民事訴訟の濫用を阻止するのに効果的なものであったとは必ずしもいえないように思われる。この点についての詳細は、本書第六章を参照されたい。

(4) この点に関するSECの実態調査については、下中和人「アメリカにおける将来情報の開示の奨励——1995年民事証券訴訟改革法の規制を中心に——」六甲台論集法学政治学篇44巻3号201—203頁（平成10年）参照。

(5) 龍田節「不実の開示と取締役の責任——アメリカ証券法を中心として——」法学論叢74巻4号16頁（昭和39年）によれば、会社法429条2項1号口に相当する旧商法266条ノ3第2項は『虚偽ノ記載ヲ為シ』と定めるのみで、記載が欠けている場合については触れない。しかし誤解を生じさせる省略は虚偽の記載と同程度に違法であり、責任につき両者を区別すべき理由はない。同条にいう『虚偽ノ記載』は、当該書面が全体として与える印象を指すと解すべきである」とされている。刑事責任の存否を検討する場合には、罪刑法定主義の下で文言の厳格な解釈が要求されるところであるが、それとは異なり、民事責任の存否を検討する場合においては、このような解釈論が妥当するものと考えられる。したがって、以下においては、このような解釈論にしたがって、民事責任の在り方を検討することとする。

(6) TSC Industries, Inc. v. Northway Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976) .

(7) Notes, Who is Bespeaking to Whom? Plaintiff Sophistication, Market Information, and Forward-Looking Statements, 45 Duke L.J. 579, 590 (1995) .

(8) 前節で紹介した各判決を概観するならば、このことは明らかであろう。

(9) 前節で紹介した判決のうち、同旨の説示をするものとして、クライン 対 ファースト・ウエスタン・ガバメント社事件判決、ワールズ・オブ・ワンダー事件判決、ガスナー 対 ボード・オブ・スーパバイザーズ・オブ・ディンウィディ郡事件判決、バーネス 対 ゲートウェイ社事件判決およびハルペリン 対 イーバンカー・ユーエスエー・コム社事件判決がある。

(10) 同旨の説示をするものとして、フェヒト 対 ブライス社事件判決およびワーショー 対 コーマ社事件判決がある。

(11) 多くの裁判所でこのような判示をしていると指摘する学説がある (Strickland & Manesis, Application of the Bespeaks Caution Doctrine to Federal Securities Fraud Claims, *in* PLI 27th Annual Institute on Sec. Reg. 79 (1995) 参照)。かつて、私は、このような解釈論を主張したことがある (下中和人「将来情報の開示とそれに伴う民事責任——アメリカ法との比較から——」神戸法学雑誌49巻3号276—277頁（平成12年）参照) が、本文に記述したように見解を改める。むしろ、このような場合は、注意文言も含めた将来に関する表示を全体として見たと

きに、そのような表示が分別のある投資者の判断に重大な影響を及ぼすものであったかどうかという観点から、不実の表示に関する民事責任が生じるかどうかを検討すべきであろう。この点に関する議論の詳細については、本書第三章を参照されたい。

第四節 むすび

将来情報の開示は、会社が不実の表示に関する民事責任を追及される可能性を高めることになる。それゆえに、わが国においても将来情報の開示を奨励すべきものであるとするならば、それが現実の結果に合致しなかったからというだけで、開示をした者が過度に責任を追及されることがないようにしなければならない。この点に関連して、アメリカにおいては、将来情報の開示とそれに伴う民事責任の在り方について、活発な議論が展開されるようになってきている。なかんずく、判例において発展してきたビスピークス・コーションの法理が将来情報の開示を奨励するのにきわめて効果的なものとなっている。したがって、将来情報の開示を奨励するに当たっては、それがどのような場合であるならば、不実の表示に関する民事責任を生ぜしめないものと解することができるかという問題を検討することが不可欠であろう。

すでに述べたように、アメリカにおいて、ビスピークス・コーションの法理および制定法におけるセーフ・ハーバーのような規制が発展してきたのは、証券民事訴訟の濫用を防止するためであった。しかるに、わが国においては、証券民事訴訟の濫用はもとより、その提起についてもほとんど問題となることがない。証券民事訴訟の濫用を防止することを念頭に置いたアメリカにおける規制の仕方を直ちに立法化して導入することは、わが国における訴訟の実態に鑑みると適切ではない。また、ビスピークス・コーションの法理にならって制定法におけるセーフ・ハーバーを制定したアメリカにおいても、その適用の要件である「意味のある」注意を喚起する表示がどのようなものであるかという指針が判例において必ずしも十分に明確化されていないことから、会社は、依然として、将来情報の開示を提供することをためらっている。したがって、現時点において、アメリカにおける規制の導入の方法を立法論の問題として検討するには、いまだ機は熟していないものというべきである。

しかしながら、アメリカ法の考え方をわが国の実態に適合するような形で導入することは可能であろう。その方法として、現時点においては、将来に関する表示が現実の結果と合致しなかったとき、いかなる場合にそれが重要な事項について虚偽または誤解を生ぜしめないものとなるかという解釈論を構築するに当たって、アメリカ法の展開を参照することは有益であろう。結論として、アメリカ法の検討からは、わが会社法および金融商品取引法における不実の表示に関する民事責任の規定の解釈論を構築するのに有益な示唆を得ることができるものといつてよいであろう。

第三章 アメリカにおける将来情報の開示とセーフ・ハーバーの規定の解釈 ——重要性の判定に焦点を当てて——

第一節 はじめに

不実の開示は、将来の事項に関して表示がなされ、あるいは予想または予測にもとづくものとして表示がなされる場合にも問題となる⁽¹⁾⁽²⁾。会社法および金融商品取引法は、不実の開示について、会社またはその関係者に民事責任を負わせる規定を置いている。会社法は、株式、新株予約権、社債もしくは新株予約権付社債を引き受ける者の募集をする際に通知しなければならない重要な事項についての虚偽の通知または募集のための会社の事業その他の事項に関する説明に用いた資料についての虚偽の記載、計算書類および事業報告ならびにこれらの附属明細書ならびに臨時計算書類に記載すべき重要な事項についての虚偽の記載をしたときは、取締役および執行役はこれによって第三者に生じた損害を賠償する責任を負うものとする(会社法429条2項1号イおよびロ)⁽³⁾。これに加えて、金融商品取引法は、有価証券届出書または目論見書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、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ときは、発行者および有価証券届出書の提出時・目論見書の作成時の役員は損害賠償の責任を負うものとする(金融商品取引法18条・21条1項1号および3項・22条)⁽⁴⁾とともに、有価証券報告書、半期報告書または四半期報告書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、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ときは、発行者およびこれらの書類の提出時の役員は損害賠償の責任を負うものとする(金融商品取引法21条の2第1項・24条の4・24条の4の7第4項・24条の5第5項)⁽⁵⁾。

それらの規定の下では、重要な事項についての虚偽の記載、記載すべき重要な事項が欠けているものおよび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ものが、民事責任を生ぜしめうる不実の開示ということになる⁽⁶⁾。言い換えれば、重要な事項についての虚偽の記載もしくは記載の欠缺がなく、または誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載の欠缺がない限り、民事責任を生ぜしめることがない⁽⁷⁾。したがって、不実の開示に基づく民事責任を生ぜしめるかどうかを判定するに当たって

は、問題となっている表示がそこでいう「重要な事項」⁽⁸⁾に当たるかどうかを検討することが必要となってくる。しかるに、わが国においては、それをどのような基準によって判定すべきかという問題について詳細な検討を加えるものが見られない。

これに対し、アメリカにおいては、そのような問題をめぐって、判例および学説において活発な議論が展開されている。しかも、近時においては、将来情報の開示との関連において、詳細な検討を加えるものが見られるところとなっている。アメリカ法の検討は、わが国において、そのような問題を検討するに当たり、何らかの示唆をもたらすものということができるであろう。そこで、以下においては、そのような問題をめぐるアメリカ法の展開を明らかにし、それを踏まえて日本法へどのような示唆を得ることができるかを論じるために、判例および学説を素材として検討を加えることにしよう。

注

(1) 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘・金融商品取引法1199—1200頁(平成24年)。

(2) 会社法にいう公開会社の事業報告においては、株式会社の現況に関する事項中に、対処すべき課題の記載が要求されている(会社法435条2項・会社法施行規則119条および120条1項8号を参照)。また、金融商品取引法の下で作成を要求されている有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書および半期報告書においては、事業の状況中に、対処すべき課題の記載が要求されるとともに、設備の状況中に、設備の新設、除却等の計画の記載が要求されている(有価証券届出書については、金融商品取引法5条1項・企業内容等の開示に関する内閣府令8条1号・第2号様式の記載上の注意(32)および(39)を、目論見書については、金融商品取引法13条2項・企業内容等の開示に関する内閣府令12条1号イを、有価証券報告書については、金融商品取引法24条・企業内容等の開示に関する内閣府令15条1号イ・第3号様式の記載上の注意(12)および(19)を、半期報告書については、金融商品取引法24条の5・企業内容等の開示に関する内閣府令18条1号・第5号様式の記載上の注意(11)および(15)を参照)。

さらに、有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、半期報告書および四半期報告書においては、事業の状況中に記載される事業等のリスクに関連して、将来に関する事項を記載することが許容されている(有価証券届出書については、金融商品取引法5条1項・企業内容等の開示に関する内閣府令8条1号・第2号様式の記載上の注意(33)を、目論見書については、金融商品取引法13条2項・企業内容等の開示に関する内閣府令12条1号イを、有価証券報告書については、金融商品取引法24条・企業内容等の開示に関する内閣府令15条1号イ・第3号様式の記載上の注意(13)を、半期報告書については、金融商品取引法24条の5・企業内容等の開示に関する内閣府令18条1号・第

5号様式の記載上の注意(11-2) cを、四半期報告書については、金融商品取引法24条の4の7・企業内容等の開示に関する内閣府令17条の15第1項第1号・第4号の3様式の記載上の注意(7) cを参照。

以上のように、わが国においても、将来情報の開示が部分的に要求または許容されるところとなっている。したがって、そのような記載事項についても、会社法および金融商品取引法の下で、不実の開示にかかる民事責任を生ぜしめるかどうかの検討を要するものといえることができる。

(3) ただし、役員等が虚偽の記載をすることについて注意を怠らなかったことを証明したときは責任を免れる(会社法429条2項ただし書参照)ものとされている。したがって、立証責任が轉換されており、無過失の立証を役員等にも負わせるものとなっている。

(4) 発行者の責任は無過失責任であり、役員は過失責任である。

もっとも、後者の責任については、記載が虚偽でありまたは欠けていることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを役員が証明したときは損害賠償責任を免れる(金融商品取引法21条2項1号・22条2項・24条の4・24条の4の7第4項・24条の5第5項参照)ものとされている。したがって、立証責任が轉換されており、無過失の立証を役員にも負わせるものとなっている。

(5) 発行者の責任は無過失責任であり、役員は過失責任である。

もっとも、学説においては、発行者の責任を無過失責任とすることについて、立法論として批判的な見解も存するところである(たとえば、川島いづみ「有価証券報告書の虚偽記載に関する発行会社の不法行為責任」金融・商事判例1320号19頁注8(平成21年)、田中亘「金融商品取引法21条の2による発行会社の不実開示責任」ジュリスト1405号188頁(平成22年)などを参照)。

(6) 会社法の規定では、虚偽の記載について定めるのみで、記載が欠けている場合については触れない。しかし、会社法の下でも、記載すべき重要な事項また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ときは、不実の開示にかかる民事責任を生ぜしめるものと解すべきである(龍田節「不実の開示と取締役の責任——アメリカ証券法を中心として——」法学論叢74巻4号16頁(昭和39年)、下中和人「将来情報の開示とそれに伴う民事責任——アメリカ法との比較から——」神戸法学雑誌49巻4号278頁(平成12年)参照)。

(7) したがって、重要でない事項についての虚偽の記載または記載の欠陥は、不実の開示にかかる民事責任を生ぜしめないものと解さざるをえない(会社法429条2項参照)。

しかし、そのような場合であっても、正確な情報を記載して、計算書類等、有価証券届出書、目論見書および有価証券報告書等を作成することは役員等の任務であるというべきであるから、状況によっては、悪意または重過失に基づく任務懈怠の責任(会社法429条1項参照)を生ぜしめる余地があるものというべきであろう。

(8) 重要な事項とは、取引の決断を左右すると一般に認められている事項(龍田節・会社法大要96頁(平成19

年)であるとか、投資者の投資判断に重大な影響を与えるもの(東京地判平成20・6・13判例タイムズ1294号145頁)であると解されている。しかも、何かが有価証券の投資判断に必要な「重要な」情報であるかは、抽象的、機械的に判定することはできず、具体的な事案に応じて実質的に判定されなければならぬ(神崎=志谷=川口・前掲注(1)197頁)ものといわれる。しかし、そのことは、具体的な事案に応じて実質的に判定するための基準を探究しようとすることまでも否定する趣旨のものではないと解してよいであろう。なぜならば、現在に至るまで、アメリカにおいては、なかなか将来情報の開示との関連において、この点について活発な議論が展開されているからである。

第二節 判例の展開

アメリカにおいては、現在では、将来情報の開示が奨励されることとなっている。そのことは、1995年証券民事訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act of 1995——以下、単に「改革法」という)の制定に伴い、1933年証券法に27A条を、1934年証券取引所法に21E条をそれぞれ追加したことによって、きわめて鮮明なものとなっている。

改革法においては、将来に関する表示が重要なものでない場合、その表示について民事責任を負わないものとする規定されている(1933年証券法27A条および1934年証券取引所法21E条の(c)項(1)号(A)(ii))。この規定を含めて、アメリカにおいては、制定法におけるセーフ・ハーバー⁽¹⁾が規定されている。その立法の趣旨は、責任の恐怖を排除することによって、将来情報の開示を奨励しようとする⁽²⁾ところにあるものと説明されている。

では、そのような規定との関連においては、どのような場合に、将来に関する表示が重要なものでないと判定することができるのであろうか。その判定をするための基準ないしガイドラインについて、改革法においては、明文の規定が存在しない。したがって、それは、制定法におけるセーフ・ハーバーの規定の解釈論の問題として検討されるべきものであるといえよう。

もともと、判例においては、改革法の制定以前から、それを判定するための基準がいくつも見られるところとなっている⁽³⁾。以下においては、この点に関する判例の展開を明らかにすることにしよう。

一 ヘルウィグ 対 ヴェンコー社事件判決

アメリカにおいては、将来に関する表示が重要なものであるか否かはどのような基準によって判定されるべきかという問題について、ヘルウィグ 対 ヴェンコー社事件判決⁽⁴⁾が下されたことを契機として、詳細な検討を加える学説⁽⁵⁾が見られるところとなっている。そこで、以下においては、ヘルウィグ 対 ヴェンコー社事件判決の検討から始めることにしよう。

1 事実の概要

ヴェンコー社は、医療施設付きの老人ホームを運営し、健康管理サービスを提供する会社である。高齢者医療保険制度に基づく給付が同社の重要な収益となっている。しかし、1997年2月6日、医療給付制度の改革などを目的として、1997年財政調整法（Balanced Budget Act of 1997）を制定することが提案され、その法案が連邦議会で審議されるようになってから、ヴェンコー社は、そのような立法が同社の財務に及ぼす影響について調査を行い、その調査内容を明らかにする内部メモを7月末に作成した。8月5日、法案が可決され、1997年財政調整法が成立した。

もともと、それに先立ち、1997年2月10日、ヴェンコー社は、財務の健全性について多くの表示をし、利益予想に関連して、1997年第4四半期の1株当たりの利益は0.59ドルから0.64ドルとなり、年間で2.15ドルから2.20ドルとなると予想するとともに、1998年は年間で2.60ドルから2.65ドルとなると予想するのが「適切で」と述べている。このようなヴェンコー社の楽観的な表示によって、多くの経済アナリストは、ヴェンコー社の株式を「買い」と推奨した。しかしながら、ヴェンコー社は、それと同時に、次のように述べて、注意を喚起した。

「当社は、将来において、連邦議会または州議会で提案されている医療給付または予算の改革にかかる法の内容、および、たとえあるとしても、そのような法案が可決されるかどうかを予想することができない。したがって、当社は、そのような立法が当社の事業に及ぼす影響について評価することができない。そのような立法が当社の将来の成長、収益および収入に重要な不利な影響を及ぼさないであろうという保証がありえない。」

また、ヴェンコー社は、プレス・リリースを発して、他社の買収を発表し「……買収は予測される相乗効果に基づき利益の増加が期待されている」と述べている。しかし、

その対象会社は2500万ドルの不良債権を有するものであった。7月24日、同社は、第2四半期の利益を公表するとともに、買収に関連して「成功のうちに統合した」とした。

10月22日、ヴェンコー社は、第3四半期の利益を公表するとともに、従来の第4四半期の1株当たりの利益の予想を下方修正し、0.40ドルから0.45ドルとなることが予想されるとした。同社は、その理由を、財政調整法が事業に不利な影響を及ぼすことによるものと説明した。これに反応して、ヴェンコー社の株価は、1株およそ42ドル63セントから30ドルに下落した。

そこで、1997年の2月10日から10月21日までにヴェンコー社の株式を購入した投資家が、経済アナリストの表示、財政調整法が同社の利益に及ぼす影響に関する表示および買収の効果に関する表示が1934年証券取引所法10条(b)項に違反する虚偽および誤解をもたらす表示に当たるものと主張して、ヴェンコー社とその6名の取締役を相手に、連邦のケンタッキー地区地方裁判所に損害賠償を求めるクラス・アクションを提起した。これに対し、被告は、連邦民事訴訟規則9条(b)項および12条(b)項(6)号ならびに改革法にしたがって、訴え却下の申立てを行った。

地方裁判所は、訴え却下の申立てを自発的に略式判決を求める申立てに転換し、被告に有利な判断をして、原告の請求を棄却した。これに対し、原告が控訴していたところ、連邦の第6巡回控訴裁判所は、地方裁判所の判決を認容した(Helwig v. Vencor, Inc., 210 F.3d 612 (6th Cir. 2000))。しかし、原告の申立てにより、再度の審理が行われ、裁判所は、あらまし以下のように判示して、地方裁判所の判決を破棄し、事件を原審に差し戻した。

2 判決の要旨

財政調整法の影響に関する表示は制定法におけるセーフ・ハーバーの下で重要なものでないがゆえに責任を負わないとする被告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「本件において、単にヴェンコー社の記載漏れによってのみ、財政調整法についてのヴェンコー社の……内部の評価が重要であったということとはできない。……原告は、財政調整法が同社の営業に不利な影響を及ぼしうることを被告が認識していたとの強い推定を生じさせる事実を主張するものであった。それでもなお、被告は、有利な利益の予

想をすることを継続しながら、(その) 認識の否定に依存するにすぎないものであった。われわれは、『記載漏れの事実の開示が利用可能な情報の『総体』を著しく変化させたと分別のある投資者が考えたであろう実質的な蓋然性』が存在するものと結論する。したがって、このような情報は、改革法の意味の範囲内で、『重要なものでない』と考えることができない。」

3 判決の理論構成

判決は、利益の予想の表示の重要性を判定するに当たり、ベーシック社 対 レビンソン事件判決⁽⁶⁾で採用されている重要性の基準を参照する。そこでは、重要性の要件を充足するためには、記載漏れの事実が利用可能な情報の「総体」を著しく変化させたと分別のある投資者によって考えられたであろう実質的な蓋然性が存在しなければならない⁽⁷⁾ものと説示されており、実質的な蓋然性の基準が採用されることとなっている。

判決は、そのような基準に照らして、予想の表示の重要性を判定することを明らかにしたものである。しかし、ベーシック社 対 レビンソン事件判決は、合併の交渉に関する表示に適用すべき重要性の基準を説示するものであって、予想の表示に適用すべき重要性の基準を説示するものではない。予想の表示に適用すべき重要性の基準について、第6巡回区控訴裁判所においては、相当な確実性の基準⁽⁸⁾がすでに採用されている。その先例においては、「売上高の数値、予想その他同類のものは相当な確実性をもって測定されうる場合に重要性の段階に至る」⁽⁹⁾ものとされている。

このような先例に配慮して、判決は、実質的な蓋然性の基準を採用するに当たり、先例との整合性を確保するために、「特定の文脈で開示されることを要求されるほどに起こりそうでなく、または関係がないゆえに重要でない問題は、それについての情報が……(その他の) 通信手段で虚偽にまたは誤解を生ぜしめるように表示されているならば、重要でありうる」⁽¹⁰⁾との学説の記述を引用して、相当な確実性の基準を修正する。

そこでは、予想が相当な確実性をもって測定されうるものでない限り、その表示は重要なものに当たらないが、それについての情報が虚偽にまたは誤解を生ぜしめるように表示されているならば、重要なものに当たりうると判定されることになる。判決は、これを本件の事実適用して、ヴェンコー社の利益の予想はそれだけでは(不確実である

がゆえに) 重要なものでありえないとしても、ヴェンコー社が予想についての情報——財政調整法がヴェンコー社の将来の利益に及ぼす影響について評価することができないという情報——を虚偽に表示したものであるがゆえに、実質的な蓋然性の基準の下で、重要なものとなると認定した。言い換えれば、財政調整法が会社の利益に不利な影響を及ぼすであろうというヴェンコー社の認識が、そのような立法が会社の将来の利益に及ぼす影響について評価することができないという表示の公表とあいまって、利益の予想を重要なものとする⁽¹¹⁾ という結論を導いている。

判決は、制定法におけるセーフ・ハーバーの規定を解釈するに当たり、予想の表示が重要なものに当たるかどうかを、ベーシック社 対 レビンソン事件判決において採用されている実質的な蓋然性の基準にしたがって判定するものとするとともに、その判定に当たり、相当な確実性の基準を実質的な蓋然性の基準に適合するように修正し、予想に関連する情報について虚偽の表示をするときは、たとえその予想が相当な確実性をもって測定されうるものでない場合であっても、その予想の表示が重要なものとなりうることを明らかにしたものである。予想の表示にかかる重要性の判定に当たり、そのような理論構成を新たに構築したところに判決の意義を認めることができるであろう。

4 反対意見の理論構成

もっとも、判決が予想の表示にかかる重要性の判定について、実質的な蓋然性の基準を採用するに当たり、相当な確実性の基準を修正したところに対しては、ケネディ判事の反対意見が付されている。

反対意見は、予想の表示にかかる重要性の判定に当たり、相当な確実性の基準の下で、先例に忠実な解釈をするならば、予想が「きわめて不確実な」ものであったかどうかではなく、むしろ予想が相当な確実性をもって測定されうるものであったかどうかの問題となると論じている⁽¹²⁾。しかるに、判決の解釈は、予想が相当な確実性をもって測定されうるものであったかどうかという問題から、もしも財政調整法が制定されるならば、ヴェンコー社の事業に不利な影響を及ぼすであろう実質的な蓋然性が存在するものであったかどうかという問題に審査の焦点の方向を巧妙にすり替えるものである⁽¹³⁾。なぜならば、財政調整法が不利な影響を及ぼしようということは、予想が相当な確実性をもって測定されうるものであったということを意味するものではない⁽¹⁴⁾ からである。した

がって、判決の解釈は、従来の判例法に相反する新たな原則を確立するものである⁽¹⁵⁾と批判を加えている。

以上のように述べて、反対意見は、判決が試みる実質的な蓋然性の基準の再構成——相当な確実性の基準の修正——を批判し、相当な確実性の基準の下で、予想の重要性を判定すべきであると論じている。そこでは、裁判所は、予想と密接に関連する付加的な情報を会社が開示するものであったかどうかにかかわらず、相当な確実性をもって測定することのできない予想は法律問題として重要なものでないと認定することを要求されるものと論じている。このことを前提に、反対意見は、その予想が相当な確実性をもって測定されうることを示唆する何らの主張も原告がするところがないゆえに、その予想は明らかに重要なものでないという結論を導いている⁽¹⁶⁾。

二 ベーシック社 対 レビンソン事件判決の射程範囲

1 判決の示唆

ベーシック社 対 レビンソン事件判決は、合併の交渉に関する表示の重要性を判定する基準として、原則合意時基準⁽¹⁷⁾を排斥し、実質的な蓋然性の基準を採用することを明らかにしたものである。そこでは、重要性の判定に当たり、実質的な蓋然性の基準を採用すべき理由について、次のように述べている。

「重要性のような本質的に事実焦点を当てる認定について唯一の事実または事象を常に決定的なものとするあらゆるアプローチは、必然的に広すぎるものであるかまたは狭すぎるものであるかに違いない。ティーエスシー・インダストリーズ事件判決において、当裁判所は『(重要性の) 判定は、『分別のある株主』が一連の所与の事実から行う推定およびそのような株主にとっての推定の意味……について精緻な評価を要する』ものと説示したところである……。」⁽¹⁸⁾

さらに、判決は、原則合意時基準を排斥する理由について、次のように述べている。

「(原則合意時) 基準はいつ開示がなされなければならないかを判断するための有用なブライト・ライン・ルールを(経営者に) 提供する。……」

しかしながら、このような政策に基づく(原則合意時基準の採用の) 正当化は、原則合意で基準を画することが何故に投資者の判断に情報の重要性を生ぜしめるのかを何ら説明するところがない。」⁽¹⁹⁾

このような説示は、表示の重要性を評価するに当たり、法律問題としてその表示を重要なものでないと認定するためには、分別のある投資者がその表示に存するものと考えらるであろう重要性を度外視するように、審査の焦点を当てるような基準を適用することは正しくない⁽²⁰⁾ということを示唆するものといえることができる。

もっとも、そのような説示には条件が付されているものと解することができるであろう⁽²¹⁾。なぜならば、そこでは、傍論においてではあるが、「われわれは、ここでは、利益の予想または予測のようなその他のあらゆる種類の不確実または推量にすぎない情報に焦点を当てるものではない」⁽²²⁾とされているからである。

2 ヘルウィグ 対 ヴェンコー社事件判決の理論構成をめぐる対立の要因

以上に検討したように、ヘルウィグ 対 ヴェンコー社事件判決は、予想の表示に適用されるべき重要性の判定基準をめぐる、多数意見（判決）と少数意見（反対意見）において——理論構成のみならず、その結論についても——見解の対立を生ぜしめている。その要因は、ベーシック社 対 レビンソン事件判決の理解の仕方にあるといつてよいであろう。

情報が重要なものであるかどうかは、分別のある投資者がそれを重要なものと認めることが判断されるかどうかによって決せられること⁽²³⁾は、反対意見もこれを認めている。それゆえ、予測との関係では、それが相当な確実性をもって測定されうるものであるかどうかを確認することによって、その前後の文脈に関連させて、その表示にかかる重要性の判断を行うことになる。もしもその予測が相当な確実性をもって測定されうるものでなければ、法律問題として、分別のある投資者はそのような情報を重要なものと認めることがありえないと判示したであろう⁽²⁴⁾と述べている。

しかるに、反対意見は、そのような理論構成を否定するところとなっている。なぜならば、最高裁判所の判決がわれわれの分析を支配すると多数意見が示唆している限り、ベーシック社 対 レビンソン事件判決が予想または予測のような情報に焦点を当てるものでないことを明確なものとするとともに注目せざるをえない⁽²⁵⁾からである。反対意見は、ベーシック社 対 レビンソン事件判決におけるそのような傍論に着目し、まさにそれに即して厳格な解釈をしたものである⁽²⁶⁾。

これに対し、多数意見は、そのような傍論に着目しながらも、虚偽のない公表がなけ

れば、公正な市場が存在することはありえない⁽²⁷⁾とするベーシック社 対 レビンソン事件判決の説示を引用して、それを根拠に、証券取引規制の基礎となっているそのような政策を妥当させるべきものと理解して⁽²⁸⁾、実質的な蓋然性の基準の適用を予想の表示に拡張する解釈をしたものである。

したがって、理論構成をめぐる対立の要因は、ベーシック社 対 レビンソン事件判決の射程範囲——実質的な蓋然性の基準を予想または予測の表示に適用することが妥当か否か——について、多数意見と少数意見において、その理解が異なるところにあるとあってよいであろう。

三 ラーブ 対 ジェネラル・フィジックス社事件判決

相当な確実性の基準は、分別のある投資者が表示に存するものとするであろう重要度を直接に審査することなく、法律問題として将来に関する表示を重要なものでないと認定するために、連邦の下級裁判所が援用してきたものである⁽²⁹⁾。したがって、このような基準は、原則合意時基準とともに、いわゆるブライト・ライン・ルールに含まれるものといえることができるであろう。

ベーシック社 対 レビンソン事件判決が下された以後においても、ブライト・ライン・ルールは、連邦の下級裁判所の判決において採用されることがある。そこでは、将来に関する表示にかかる重要性の判定との関連において、それらの基準のほかにも、確約の基準を適用するものも見られるところとなっている。以下においては、それを適用する代表的な判決として、ラーブ 対 ジェネラル・フィジックス社事件判決⁽³⁰⁾を検討することにしよう。

1 事実の概要

ジェネラル・フィジックス社は、原子力発電産業界における職員の訓練およびテクニカル・サポート・システムを提供する会社である。同社のディーオービー・サービス・グループは、連邦エネルギー省 (Department of Energy) にそのようなサービスを提供している。1991年、同社は400万株の公募を行っており、その株式はニューヨーク証券取引所で取引されている。

1992年2月20日にゴールドマン・サックスによって発行されたレポートにおいては、

同社の株式の購入を推奨するとともに、次のように述べて、注意を喚起するものとなっている。

「第4四半期の業績は、連邦エネルギー省による新たな契約の獲得の減少によって不利な影響を受けるものであった。合衆国の原子力の発電を減少させる決定は、連邦の議会およびエネルギー省に原子力発電の制度を再評価させている。その結果、契約の獲得が妨げられている。ジェネラル・フィジックス社は、ここ数週間、契約報奨金の割合が著しく増加していることを暗示している。」

その後、3月30日にジェネラル・フィジックス社によって発行された1991年株主向け年次報告書においては、次のような記述が含まれている。

『(スリーマイル島およびチェルノブイリの事故)に起因する規則の改正は、環境の修復および廃棄物の処理の重要性の向上とあいまって、今後数年にわたり、期待される年間10パーセントから30パーセントの成長率で、ディーオービー・サービス・グループに市場をもたらしている。』……

『経験の豊富な経営者、技師、科学者および専門家を配置して、ディーオービー・サービス・グループは、将来にわたって、1991年の成長および成功を継続させる準備を巧みに整えている。』

それとともに、ジェネラル・フィジックス社は、同日付でプレス・リリースを発して、第1四半期の利益はアナリストの予想の半分となる可能性が高いものと発表した。もっとも、そこでは、その後の利益の予想に関連して、説明を補足し、「第1四半期の状況は一時的なものであり、1992年のその後の四半期の業績はおそらくアナリストの現在の予測に合致するはずである」とした。

しかし、6月18日、ジェネラル・フィジックス社は、プレス・リリースを発して、第2四半期の利益は連邦エネルギー省による契約報奨金の支払の遅延の継続および専門スタッフの雇用にかかる費用のゆえに予想を下回るであろうと発表した。これを受けて、翌日、ジェネラル・フィジックス社の株価は、1株9.125ドルから5.875ドルに下落した。

そこで、1992年の2月20日から6月18日までにジェネラル・フィジックス社の株式を購入した投資者が、ディーオービー・サービス・グループの成長についての予想の表示およびジェネラル・フィジックス社の利益についての予想の表示は1934年証券取引所

法 10 条 (b) 項に違反する表示に当たるものと主張して、ジェネラル・フィジックス社を相手に、連邦のメリーランド地区地方裁判所にクラス・アクションを提起した。

地方裁判所は、詐欺の主張を証拠づける具体的な事実を原告は何ら訴答するところがないものと判示して、原告の請求を棄却した。これに対し、原告が控訴していたところ、連邦の第 4 巡回区控訴裁判所は、あらまし以下のように判示して、地方裁判所の判決を認容した。

2 判決の要旨

ジェネラル・フィジックス社の 1991 年株主向け年次報告書に記載されているディーオービー・サービス・グループの成長についての予想の表示は 1934 年証券取引所法 10 条 (b) 項に違反する表示に当たるものとする原告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「ジェネラル・フィジックス社が年次報告書において将来の成長について記載した予想は、全く重要なものでない。原告が攻撃する 1991 年の (株主向け) 年次報告書の表示は、『……規則の改正は、環境の修復および廃棄物の処理の重要性の向上とあいまって、今後数年にわたり、期待される年間 10 パーセントから 30 パーセントの成長率で、ディーオービー・サービス・グループに市場をもたらしている』(という予想) を含んでいる。このような『不確実な』『誇張宣伝の』表示は、成長を予想する漠然とした表示によって株式の市場価格が騰貴するものでないがゆえに、一般に、重要性を欠くものである。

成長の検討の全体が、まさに粗雑な予想によるものであって、その達成のための時間のみならず、その成長率の範囲もまた、決して明確なものでない。分別のある投資者はこれらの表示に信頼しないであろう。……市場は具体的な事実の表示によって証拠づけられている予想にもっとも信頼を置く。もとより、そのような表示が虚偽または誤解を生ぜしめるものであるならば、訴訟原因となる。しかしながら、『確約 (guarantees) として表示されていない将来の業績の予測は、連邦証券諸法の下では、一般に、訴訟原因とはならない。』……『ディーオービー・サービス・グループは、将来にわたって、1991 年の成長および成功を継続させる準備を巧みに整えている』というような表示は、決して確約を構成するものではない。」

また、3 月 30 日に発せられたプレス・リリースでの利益の予想の表示は合理的な根拠

を欠くがゆえに虚偽であって、1934年証券取引所法10条(b)項に違反する表示に当たるものとする原告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「ジェネラル・フィジックス社の1992年の(第2四半期以後の)四半期の利益についての予想は正しくないものと判明したが、しかし、後知恵は、詐欺を構成するものではない。もしもそうであるならば、株価の下落は落胆した投資者からの訴訟に帰着するであろう。市場はリスクを有する。証券諸法は投資の保険として利用できるものではない。そのような理由で、実現しない成功についてのいかなる予想も、証券詐欺の訴訟の原因とはなりえない。年次報告書の楽観的な表示と同じように、業績は『おそらくアナリストの現在の子測に合致するはずである』という表示は、利益がまさに特定の金額となるであろうという確約を決して構成するものではない。すなわち、このような予想は……それを重要なものとするのに必要な具体性を欠くものである。」

3 確約の基準の理論的根拠

判決は、会社の成長および利益にかかる予想は決して確約を構成するものでないがゆえに、法律問題として重要なものでないとした。予想の表示の重要性を判定するに当たり、確約の基準を採用することを明らかにしたものである。判決は、その適用を正当化するために、次のように述べて、予想の表示と事実の表示との相違に着目している。

「主張されている虚偽の予想がここでは重要なものでないとのわれわれの判示にもかかわらず、現在の事実に関する確信または意見の表現が重要なものでありうることをわれわれは認識する。……しかしながら、われわれは、このような重要性(の基準)は不確実な将来の事象に関する意見に安易に拡張されるものでないとする。……」

将来の成長の予想は、後知恵においてはほとんど常に誤りであると判明するものであるがゆえに、(現在の事実に関する表示とは)異なる基礎に立脚するものである。会社が25パーセントの成長を予想する場合、それは将来がどのように進展するかについての会社の最良の推測にすぎないものである。統計上の問題として、20パーセントの成長と30パーセントの成長は、両方とも同じように25パーセントに近いものである。もしも成長が予想を下回るならば、(株式の)購入者が提訴するであろう。もしも成長が予想を上回るならば、(株式の)売却者が提訴するであろう。責任を課すことは、ほぼ確実に、訴訟で会社を犠牲とするであろう。そのような責任は、会社が見通しを検討することを

抑止することになり、証券市場は、予想が提供する情報を奪われることになるであろう。われわれは、このことは証券諸法の基礎となっている完全開示の目的に反するものと考えるのであり、それゆえ責任を課すことを是認しない。」⁽³¹⁾

判決においては、実質的な蓋然性の基準を直接に適用することが経営者にもたらす影響——開示の抑止——に言及するところがないが、その基準を予想の表示に適用しないことは、現在の事実に関する表示と将来に関する表示との区別に基づくものである⁽³²⁾。

後知恵においてはほとんど常に誤りであると判明するような予測を開示するときは、その正確性を確認することができないがゆえに、正確性に基づく保護を付与することができない。したがって、重要性の制約が生じない限り、会社は、投資者が重要なものでないと判断するような予測をするにすぎないか、または、実現することが確実であり、それゆえに確約することができるような予測をするにすぎないであろう。確約の基準は、会社が実現を確約するものとして表示する予測を除くすべての予測を法律問題として重要なものでないとすることによって、このような開示の抑止を排除するものである。言い換えれば、それは、正確性に基づく保護の欠如を埋め合わせるものとなっている⁽³³⁾。ここに、確約の基準の理論的根拠が存するものと解することができるであろう。

注

(1) 改革法においては、将来に関する表示が将来に関するものとして指摘され、かつ将来に関する表示の中での結果と著しく異なる現実の結果をもたらしうる重要な要因を指摘している意味のある注意を喚起する表示を付加している場合(1933年証券法27A条および1934年証券取引所法21E条の(c)項1号(A)(i))、または、将来に関する表示が虚偽もしくは誤解を生ぜしめるものであるとの現実の認識をもってなされたことを原告が証明することのできない場合(1933年証券法27A条および1934年証券取引所法21E条の(c)項1号(B))にも、その表示について民事責任を負わないものとして規定されている。アメリカでは、一般に、これらの規定も含めて、制定法におけるセーフ・ハーバーと呼ばれている(下中和人「アメリカにおける将来情報の開示に基づく民事責任の制限——制定法におけるセーフ・ハーバーをめぐる解釈論と判例の展開——」長崎県立大学論集36巻1号39頁(平成14年)参照)。

(2) H. R. Conf. Rep. No. 104-369, 104th Cong., 1st Sess. 45 (1995) 参照。

(3) もともと、判例においても、後に検討するヘルウィグ 対 ヴェンコー社事件判決(Helwig v. Vencor, Inc., 251 F.3d 540 (6th Cir. 2001))が下されるまで、制定法におけるセーフ・ハーバーとの関連で、将来に関する表示

104 アメリカにおける将来情報の開示とセーフ・ハーバーの規定の解釈

にかかると重要性を判定するための基準を説示するものが存在しない状況であった（下中・前掲注（1）66頁参照）。

(4) Helwig v. Vencor, Inc., 251 F.3d 540 (6th Cir. 2001) .

(5) Notes, Determining the Materiality of Earnings Forecasts Under the Private Securities Litigation Reform Act in Helwig v. Vencor, 2002 B.Y.U.L.Rev. 111 (2002) .

(6) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988) .

なお、この判決の紹介および論評については、黒沼悦郎「会社情報の開示と民事責任——Basic 判決を中心として——」名古屋大学法政論集133号1頁以下（平成2年）を参照。

(7) Basic Inc., 485 U.S. at 231-232 (quoting TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976)) .

なお、後者の判決の紹介および論評については、川内克忠[1978-1]アメリカ法132頁以下（昭和53年）を参照。

(8) Notes, supra note 5, at 120.

(9) James v. Gerber Prod. Co., 587 F.2d 324, 327 (6th Cir. 1978) .

(10) Helwig, 251 F.3d at 555 (quoting Brudney, A Note on Materiality and Soft Information Under the Federal Securities Laws, 75 Va.L.Rev. 723, 750 (1989)) .

(11) Notes, supra note 5, at 120.

(12) Helwig, 251 F.3d at 568.

(13) Id. at 568.

(14) Ibid.

(15) Id. at 567.

(16) Notes, supra note 5, at 121.

(17) これは、合併当事者が取引の価格と構成について原則合意に至って初めて、予備的な合併の交渉が重要なものとなるとする基準である（Basic Inc., 485 U.S. at 233 参照）。原則合意時基準は、従来の下級裁判所の判決においてしばしば採用されてきたものである（たとえば、Greenfield v. Heublein, Inc., 742 F.2d 751, 757 (3d Cir. 1984) などに見られる）。なお、その詳細については、尾崎安央「企業のソフト情報の開示規制とその問題点（2）・完——米連邦法における議論を参考にして——」早稲田法学67巻2号9頁以下（平成4年）を参照。

(18) Basic Inc., 485 U.S. at 233.

(19) Id. at 233-234.

要するに、原則合意時基準のように、分別のある投資者が一連の所与の事実から行う推定およびそのような投資者にとつての推定の意味について精緻な評価の必要性を排除するような重要性を評価するアプローチは、本質的に事実

に焦点を当てる認定について唯一の事実または事象を常に決定的なものとするがゆえに、必然的に広すぎるか狭すぎるものになるという欠陥を有するものであって、現実には、そのような重要性のアプローチは広すぎるよりもむしろ狭すぎるほうが多いものと想定されるところである (Notes, supra note 5, at 125 参照)。ベーシック社 対 レビンソン事件判決は、このような理由で、原則合意時基準を排斥するところとなっている。

なお、この点に関する判決の詳細な紹介については、黒沼・前掲注 (6) 5-6 頁を参照。

(20) Notes, supra note 5, at 126.

(21) Ibid.

(22) Basic Inc., 485 U.S. at 232 n.9.

したがって、下級裁判所は、そのような説示の適用を (ティーエスシー・インダストリーズ事件判決のように) ハード・インフォメーションか (ベーシック社 対 レビンソン事件判決のように) 予想に当たらないソフト・インフォメーションにかかわる場合においてのみ強制されるものと解釈したのではないかと推測することができるであろう (Notes, supra note 5, at 126)。

しかし、この点に対しては、ソフト・インフォメーションすべてに一般化できるものとする学説 (尾崎・前掲注 (17) 69 頁注 286 参照) が見られるところとなっている。

(23) Helwig, 251 F.3d at 570 n.1.

(24) Ibid.

(25) Ibid 参照。これは、ベーシック社 対 レビンソン事件判決に付されている注記の9 (Basic Inc., 485 U.S. at 232 n.9) に着目して議論を展開するものである。

(26) Notes, supra note 5, at 126 参照。

これに対し、ヘルウィグ 対 ヴェンコー社事件判決の多数意見は、本文で述べるように、その傍論に着目しながらも、証券取引規制の基礎となっている公正な市場の確保という政策を重視して、予想の表示にかかると重要性を判定するに当たり、実質的な蓋然性の基準を採用したものである。

(27) Basic Inc., 485 U.S. at 230.

(28) Helwig, 251 F.3d at 556 参照。

(29) Notes, supra note 5, at 127-128.

(30) Raab v. General Physics Corp., 4 F.3d 286 (4th Cir. 1993) .

(31) Id. at 290.

(32) Notes, supra note 5, at 130.

(33) Id. at 131.

第三節 ブライト・ライン・ルールに基づく重要性の判定とその当否

以上に検討してきたように、アメリカにおいては、予想の表示の重要性を判定するに当たり、実質的な蓋然性の基準を適用した判決といわゆるブライト・ライン・ルールを適用した判決⁽¹⁾が存在するものとなっており、判例において見解の対立を生ぜしめている。また、最近では、学説においても、ヘルウィグ 対 ヴェンコー社事件判決が下されたことを契機として、そのような問題をめぐって活発な議論が展開されている。ここでは、ブライト・ライン・ルールを適用することの妥当性を中心に詳細な検討が加えられている。以下においては、その議論の状況を概観することにしよう。

一 ブライト・ライン・ルールの特徴

すでに述べたように、原則合意時基準、相当な確実性の基準および確約の基準は、いわゆるブライト・ライン・ルールに含まれるものである。これらの基準は、なかんずく連邦の下級裁判所において、実質的な蓋然性の基準の直接的な適用を代替するところとなっている⁽²⁾。

問題となっている表示にブライト・ライン・ルールを適用することができるかどうかを検討するに当たって、裁判官は、分別のある投資者が所与の開示または記載漏れからどのような推定を行うであろうかを評価すること、および、分別のある投資者にとってそのような推定がどのような意味を有するかを評価することを要しない。なぜならば、その審査の対象が、原則合意時基準においては、合併の交渉の状況に、相当な確実性の基準においては、予測の測定される確実性の程度に、確約の基準においては、予想の表現の仕方限定されている⁽³⁾からである。したがって、ブライト・ライン・ルールは、表示の重要性を判定するのにきわめて明確な基準を提供するものであって、裁判官にとってもその判定に当たりさほど困難を伴わないものといえることができるであろう。

二 ブライト・ライン・ルールの要否

予想の開示に責任を課すことは予想の開示の抑止を生ぜしめうる。このような確約の基準の理論的根拠は相当な確実性の基準にも妥当するものと指摘されている⁽⁴⁾。そうであるならば、そのような理論的根拠に基づいて、ブライト・ライン・ルールを要するも

のとすることは、予想を開示する会社の責任を免れさせるために支払うべき正当な代償であるといえるのであろうか。この点について、学説においては、次のような議論が展開されている。

発行者が相当な確実性をもって測定することのできる一定の種類の予想が存在しうるものであるとしても、おそらく投資者がもっとも関心を抱くであろう収益および収入の予想が相当な確実性をもって測定されることはほとんどありえない。同じように、発行者は、収益および収入の予想をするに当たり、予想の結果が確約されていることを示唆する言葉を使用することもほとんどない⁽⁵⁾。このような状況の下で、もしも裁判所の選択が、重要性の制約を生ぜしめるか、または予想が正しくないことが判明したためにそれを訴訟原因とするものと認定するしかないということであるならば、ほとんどの種類のありきたりの予想は法律問題として重要なものでないとする基準を適用することにも合理的な理由の存在する余地がある⁽⁶⁾。しかしながら、多くの下級裁判所の判決においては、従来から、ブライト・ライン・ルールとは全く異なる方法で、予想の表示が虚偽であるか否かを審査するところとなっており、それは、ブライト・ライン・ルールの理論的根拠をほとんど薄弱化することになる⁽⁷⁾。

そうであるならば、予想の表示の重要性を判定するに当たり、ブライト・ライン・ルールを適用することは妥当ではなく、したがって、ブライト・ライン・ルールを要しないものと結論することができるであろう。

三 マルクス 対 コンピュータ・サイエンス社事件判決

ところで、多くの下級裁判所の判決においては、従来から、予想の表示が虚偽であるか否かを、ブライト・ライン・ルールとは全く異なる方法で判定するものが見られるところとなっている。その代表的なものがマルクス 対 コンピュータ・サイエンス社事件判決⁽⁸⁾である。

それでは、判例においては、いかなる方法で、予想の表示が虚偽であるか否かを判定してきたのであろうか。以下においては、その判決の詳細を検討することによって、それを明らかにしよう。

1 事実の概要

コンピュータ・サイエンス社（以下、単に「C S C」と略称する）は、「コンピューチケット」と称するシステムの開発に携わっており、コンピュータ関連のサービスの開発および販売を主要な事業とする会社である。同社が1969年4月にSECに提出した登録届出書、および目論見書には、C S Cの一般的な会計慣行に関連して、次のような記載が含まれている。

「特許権を有するプログラムおよびシステムの開発にかかるすべての費用を資産に計上し、一定期間経過後にそのようなプログラムおよびシステムの売上高から見積もられる収益の総額に対応させてそのような費用を償却することがC S Cの方針である。1969年7月25日には、特許権を有するシステムの開発に当たり負担した費用に関して、1758万ドルが資産に計上されている。この数値はコンピューチケットの開発および販売に関連して負担した680万ドルの費用を含むものである。当社は、1969年10月1日以後、コンピューチケットの開発のために負担したそのようなすべての付加的な費用を費用として取り扱い、それを収益から償却する予定である。」

1970年1月23日、C S Cの取締役兼副社長であるホーバー氏は、ニューヨーク証券アナリスト協会の会合でスピーチを行い、業績の予想に関して、次のように述べている。

「……およそ3年前、C S Cの会長であるジョーンズ氏は、本会計年度の収益が1億ドルで純利益がその10パーセントになると予想した。将来の利益を毎年予想することは当社の方針ではないが、会計年度末（3月27日）に近づいているので、われわれの業績をジョーンズ氏の予想と比較することが適切である。私は、約1億500万ドルの収益の総額および……約1ドルの1株当たりの利益でもって、C S Cが収益および利益の予想を上回るものと期待すると述べることを喜んでいる。」

このようなスピーチのコピーを配布した後で、ホーバー氏は、聴衆からの質問に対し、C S Cのシステムははまだ稼働の段階に至っておらず、今年は費用の償却を開始しないであろうと回答した。しかしながら、そのスピーチにかかる情報がホーバー氏の回答に言及されることなく流布し、そのような情報および目論見書に基づいて、知識と経験を有する投資者であるマルクス氏は1株約30ドルでC S Cの株式を2000株購入した。

そのような予想は正しくないことが判明した。会計年度末において、1株当たりの利益は41セントにすぎないものであった。これを受けて、C S Cの株価は、1株およそ

10 ドルに下落した。

そこで、マルクス氏を含む、CSCの株式を購入した投資者が、CSCの利益の予想に関する表示は重要な事実に関する不実の表示および記載漏れに当たるものと主張して、CSCを相手に、連邦のカリフォルニア中部地区地方裁判所に損害賠償を求める訴えを提起した。

地方裁判所は、被告に有利な略式判決を下した。これに対し、原告が控訴していたところ、連邦の第9巡回区控訴裁判所は、あらまし以下のように判示して、地方裁判所の判決を破棄し、事件を原審に差し戻した。

2 判決の要旨

CSCの利益の予想に関する表示が不実の表示に当たるかどうかについて、判決は次のように述べて、これを肯定した。

「もとより、その予想は、後知恵においては、誤りであると判明したものである。しかし、少なくとも、将来についての予想の場合、それ自体は、表示がなされたときにそれを不実のものとすることがない。しかしながら、その予想は、1970年1月23日の時点で、情報を得た上でのCSCの合理的な確信が、(会計年度)末において、(1株当たりの)利益が約1ドルとなるであろうということであったという表示とみなされうるものである。そのことは、分別のある投資者であれば、その表示を、もしも利益がその金額とならないうとCSCがそのときに信じており、またはそうならないと信じるべき理由が存在することを知っているならば、表示がなされたときにそれが『不実の』ものとなるであろうということを意味するものと解釈するであろうというものであって、われわれは(そのように)考える。加えて、そのような表示は作成の合理的な方法および妥当な根拠を含むものであるがゆえに、われわれはまた、そのような作成(の合理的な方法)または(妥当な)根拠がなければ、その表示は『不実の』ものとなるであろうと考える。」

「……われわれは、利益の予想に帰せしめられる甚大な重要性、投資者がその予想にきわめて信頼するであろうというCSCの認識、およびその予想の正確性を判断するのに必要な情報を利用する機会に当事者間で格差のあることに鑑みると、その予想の正確性を著しく損なう事実を無視することによって、CSCは10条(b)項によって課せられて

いる義務を充足しないものであったと陪審員が合理的に認定することができるものと結論する。われわれは、記録からは、1月23日の時点で、コンピューチケット（の開発費）がすぐに償却されることをCSCが確実に知っており、したがって、その予想は故意による虚偽であったことを決定的に証明するところがないというCSC（の主張）に同意する。しかし、われわれは、コンピューチケットについての不満足な業績に鑑みると、CSCがその予想において適度に楽観的なものであり、したがって、その予想は訴訟原因となるような『不実の』ものであり、または合理的な根拠を欠くものと認定されることがありえないということに同意することができない。」

「要するに、われわれは、1株当たり1ドルの利益の予想は規則10b-5の下で訴訟原因となる『重要な事実についての不実の表示』に当たる……と陪審員が合理的に認定することができるものと考えている。……地方裁判所はCSCに有利な略式判決を認容すべきでなかったのである。」

3 判決の理論構成

判決は、利益の予想が重要な事実にあたることは疑問の余地がない⁽⁹⁾ものとし、しかる後に、そのような予想の表示が虚偽であるか否かを判定するものである。ここでは、予想が虚偽であるか否かを、次のような方法によって判定するものとされている。

「要するに、われわれは、(予想の)表示が不実か否かの判定は、10b-5の民事訴訟権にかかるといわれる『故意』の要件と密接に関連するものであり、表示をした者が何らかの過失か、さもなければ帰責性のあることを犯したかどうかを確認するために、その表示の基礎となっている事柄の審査を要するものと確信している。」⁽¹⁰⁾

判決は、このような説示を正当化するために、クリプケ氏の見解⁽¹¹⁾を引用しており、その見解の次のように論じているところに注目している。

「以上のことは、明示（訴権の規定の下）であるにせよ、規則10b-5の下であるにせよ、予測が……事実の表示と同じように、制定法上の責任を生ぜしめるものであることを示唆することを意図するものではない。むしろ、単なる予測の（基礎となっている）事実に関する要素は、予測が経営者の見解であること、合理的な方法でもたらされたものであること、およびそれが誠実な見解であること（を示すもの）であるに違いない。予想の結果ではなく、これらの要素のみが制定法上の責任を生ぜしめるのである。」⁽¹²⁾

判決は、予想の表示が虚偽であるか否かを、予想の結果ではなく、予想の基礎となっている事実に審査の焦点を当てて判定することを明らかにしたものである。そこで示唆されているように、利益の予想は、その予想をした時点で、情報を得た上でのCSCの合理的な確信が、会計年度末において、1株当たりの利益が約1ドルとなるであろうという黙示的な表示とみなすことができるものである⁽¹³⁾。しかし、CSCの1株当たり1ドルの利益の予想は、その予想をした時点において、その前提となるコンピューテックについての業績が思わしくないものであったことから、合理的な根拠を欠くものと認定され、それゆえに、不実の表示に当たるものと結論したのである。

4 判決の示唆

予想の結果が正確であるか否かを事前に確認することは不可能である。しかし、その予想に含まれている事実に関する要素——予想の基礎となっている事実——が正確であるか否かを判定することは可能である⁽¹⁴⁾。このことを前提として、判決は、現実の業績が予想を下回るものでも上回るものでもないことが相当に確実なものでない場合であっても、その予想の表示が訴訟原因とはならないことを示唆するものといえよう⁽¹⁵⁾。

将来に関する表示はすべて何らかの事実に関する要素を含んでいる⁽¹⁶⁾。したがって、マルクス 対 コンピュータ・サイエンシス社事件判決の示唆するところに鑑みると、ラーブ 対 ジェネラル・フィジックス社事件判決のように、重要性の制約を生ぜしめるか、または、予想が誤りであることが判明したことのみをもって、それを訴訟原因と認定することを要するものと仮定することは正しくない⁽¹⁷⁾ものと論じられている。

四 SECのセーフ・ハーバー・ルールと改革法の訴答要件の関係

マルクス 対 コンピュータ・サイエンシス社事件判決において展開されている理論は、その後制定されたSECのセーフ・ハーバー・ルールに踏襲されている。そこでは、誠実にかつ合理的な根拠をもってなされている将来に関する表示については、詐欺的な表示とはみなされることがないものと規定されている（証券法規則175 および証券取引所法規則3b-6参照）⁽¹⁸⁾。

もっとも、最近、このような規定は、将来情報の開示を奨励するのに効果的なものでないと批判を浴びるところとなっている。そこでは、主として、セーフ・ハーバー・ル

ールの「誠実」および「合理的な根拠」の要件が事実に関する争点を生ぜしめ、証拠開示手続の以前の段階で訴えの却下を不可能なものとするのが多いために、被告が抗弁としてそれをほとんど利用することがないこと、および、証拠開示手続を要するがゆえに、事実審理以前の段階において、迅速にかつ費用のかからないような対応で、取るに足りない訴訟を却下することができないことなどが批判の対象となっている⁽¹⁹⁾。

もしも、裁判所がセーフ・ハーバー・ルールを適用するのに先立ち、原告が発行者に証拠開示手続の費用を負担させることができるのであれば、それに基づく保護はほとんど実用的なものでないであろう。そうであるならば、一見したところ、そのような批判は、ブライト・ライン・ルールの適用を正当化するようにも思える⁽²⁰⁾。

しかしながら、現実には、改革法の制定以前から、多くの判決において、裁判所は、連邦民事訴訟規則9条(b)項に照らして、将来に関する表示に含まれている黙示的な事実に関する表示が虚偽であることを示唆する事実を具体的に訴答するところがない訴えを却下してきている⁽²¹⁾。しかも、現在では、改革法の制定に伴って、厳格な訴答要件が規定されており(1934年証券取引所法21D条(b)項を参照)、それは、連邦民事訴訟規則9条(b)項の要件を強化したものとなっている⁽²²⁾。このような状況に鑑みると、裁判所は、セーフ・ハーバー・ルールを適用するのに先立ち、訴答の段階において、濫用的な訴訟を却下することが可能であるといつてよいであろう⁽²³⁾。

注

(1) すでに見たように、ラーブ 対 ジェネラル・フィジックス社事件判決は、予想の表示が1934年証券取引所法10条(b)項および規則10b-5の下で重要なものであるかどうかを争点とするものであって、それが1934年証券取引所法21E条(c)項1号(A)(ii)の下で重要なものでないかどうかを争点とするものではない。しかし、後者の規定は、前者の規定との関連において発展してきた判例の法理を明文化したものにすぎないといわれている(下中和人「アメリカにおける将来情報の開示に基づく民事責任の制限——制定法におけるセーフ・ハーバーをめぐる解釈論と判例の展開——」長崎県立大学論集36巻1号66—67頁(平成14年)参照)。そうであるならば、予想の表示を含む将来に関する表示の重要性を判定するに当たっては、前者の規定と後者の規定とで異なって考える必要はないものと解することができるであろう。

(2) Notes, Determining the Materiality of Earnings Forecasts Under the Private Securities Litigation

Reform Act in *Helwig v. Vencor*, 2002 B.Y.U.L.Rev. 111, 128 n.90 (2002) .

(3) Ibid 参照。

さらに、このことは、ビスピークス・コーションの法理の厳格な適用をする場合においても妥当するものと論じられている (Id. at 128 参照)。この点に関連して、ランゲボート教授は、すでに次のような指摘をされている。

「この（厳格な）適用のもっとも顕著な特徴は、その運用の硬直的な性質である。……注意に照らして開示を詳細にかつ前後の文脈に即して検討するのではなく、注意文言は免罪符の意味を付与されている。（法理の厳格な適用の下では、）周到に熟慮され（た上で表示され）ている楽観を伝えるような予想でさえも保護を受ける。疑いなく、このような比較的単純なアプローチは、法律問題としてそれを適用する権限を裁判所に付与するものである。」

(Langevoort, Disclosures that “Bespeak Caution”, 49 Bus. Law. 481, 486 (1994))

ここでは、ビスピークス・コーションの法理の厳格な適用をする判決の例として、シュワルツ 対 ミカエルス事件判決 (*Schwartz v. Michaels*, [1992 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 96,920 (S.D.N.Y. 1992)) が引用されている。

(4) Notes, supra note 2, at 131.

(5) Id. at 131 n.103.

(6) Id. at 131.

(7) Ibid.

(8) *Marx v. Computer Sciences Corporation*, 507 F.2d 485 (9th Cir. 1974) .

なお、この判決の紹介および検討については、森田章・企業内容開示制度——法規制の展開と課題 131 頁以下（平成3年）参照。

(9) Id. at 489.

(10) Id. at 490.

(11) Kripke, *The SEC, The Accountants, Some Myths and Some Realities*, 45 N.Y.U.L.Rev. 1151 (1970) .

(12) *Marx*, 507 F.2d at 490 n.7 (quoting Kripke, supra note 11, at 1199) . なお、このような理論は、黙示的表示の法理 (Implied Representation Doctrine) と呼ばれることがある (Notes, supra note 2, at 131-132 参照)。

(13) Notes, supra note 2, at 132.

(14) Id. at 133 参照。

(15) Ibid.

(16) Ibid.

その理由は、予想の表示をする場合、通常は、所与の事実を前提に将来の予想をするものであるからであろう。なお、この点に関連して、あらゆる将来に関する表示は、それがいかに漠然としたものであっても、少なくとも、予想をした時点において、その予想を開示した者が予想の結果を不可能なものとするような情報を知らないという事実に関する黙示的な表示を含んでいることは疑問の余地がないものと論じられている (Id. at 133 n.112)。

(17) Id. at 133.

(18) アメリカでは、その制定を契機として、現在に至るまで、SECによって将来情報の開示が奨励されることとなっている。

なお、SECのセーフ・ハーバー・ルールについては、わが国においてもすでに詳細な研究が発表されている。これについては、森田・前掲注(8)104頁以下、尾崎安央「企業のソフト情報の開示規制とその問題点(1)——米連邦法における議論を参考にして——」早稲田法学67巻1号55頁以下(平成3年)を参照。

(19) このような批判は、将来に関する情報の開示にかかる現在の慣行についてSECが学界および実務界にコメントを求めたことを契機として表明されたものである (Securities Act Release No. 7101 (October 13, 1994) 参照)。このような批判も含めて、SECのセーフ・ハーバー・ルールには、さまざまな問題点のあることが指摘されるところとなっている。その詳細については、下中和人「将来情報の開示とそれに伴う民事責任——アメリカ法との比較から——」神戸法学雑誌49巻4号218—222頁(平成12年)参照。

(20) Notes, supra note 2, at 134.

(21) Id. at 134 n. 118 において、そのような判決が例示的に列挙されている。たとえば、San Leandro Emergency Medical Group Profit Sharing Plan v. Philip Morris Cos., 75 F.3d 801, 813 (2d Cir. 1996) においては、「会社の将来に関する表示について、原告は、被告が会社の将来の業績に関する楽観的な……予想について合理的な根拠を欠くものであったことを証明する事実の詳細を主張するところがない」と判示されている。

(22) 改革法の訴答要件にかかる規定の具体的な内容については、下中和人「アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革とその効果」神戸商科大学創立80周年記念論文集310—311頁および317頁(平成22年)を参照。

(23) Notes, supra note 2, at 133 参照。したがって、そのような批判は正鵠を射るものでないというのであろう。

第四節 日本法への示唆

すでに述べたように、アメリカにおいては、将来に関する表示の重要性を判定するに当たり、実質的な蓋然性の基準を適用した判決といわゆるブライト・ライン・ルールを適用した判決が存在するところとなっている。しかし、学説からは、ブライト・ライン・ルールを適用することの妥当性について疑問が提起されている。

ヘルウィグ 対 ヴェンコー社事件判決は、実質的な蓋然性の基準を適用して、利益の予想にかかる表示の重要性を肯定したものである。そこでは、予想が相当な確実性をもって測定されうるものでない限り、その表示は重要なものに当たらないが、予想に関連する情報が虚偽にまたは誤解を生ぜしめるように表示されているならば、重要なものとなりうる⁽¹⁾ものと説示されている。一見したところ、このような説示は、予想に関連する情報が虚偽または誤解を生ぜしめるものであるならば、それゆえに、その予想は重要な事項に当たるという解釈をするようにも読めそうなどころである。そうであるならば、この点に対しては、ミスリーディングな行為は重要な事項について生じるものであり、重要な事項を作り出すものではない⁽²⁾という批判がありうべきものとして想定されるところである。

しかしながら、少なくとも、本件判決との関連においては、そのような批判は正鵠を射ているものということができない。なぜならば、判決は、予想に関連する情報が虚偽であるものと認定し、実質的な蓋然性の基準の下で、その虚偽の情報によって利益の予想にかかる表示が重要なものとなると判断したのであって、予想に関連する情報が虚偽であるがゆえに重要なものとなると判断したものではないからである⁽³⁾。これを本件の事実在即して言えば、利益の予想に関連して、財政調整法の制定が不利な影響を及ぼしうることをヴェンコー社が認識していたにもかかわらず、そのような立法が当社の事業に及ぼす影響について評価することができないと表示したことが虚偽であり（または、その認識を表示しなかったことが記載漏れであり）、そのような認識が正確に表示されていれば、分別のある投資者は株式の購入を断念したであろう実質的な蓋然性が存在するがゆえに、重要なものとなると結論したのである。

このような虚偽の表示または記載漏れは、投資者の投資判断に重大な影響を与えるものであり、株式の購入の決断を左右すると一般に認められる事項であると解することが

できるであろう⁽⁴⁾。そうであるならば、実質的な蓋然性の基準は、わが国においても、将来に関する表示の重要性を判定するのに有効なものであることを示唆するものといえることができるであろう。

したがって、以上の検討からは、わが国において、会社法および金融商品取引法の下で将来に関する表示に伴う不実表示の責任を生ぜしめるかどうかを検討するに当たって、そこで規定されている「重要な事項」についての解釈論を構築するのに、ヘルウィグ 対 ヴェンコー社事件判決は注目すべきものを含んでいるといつてよいであろう⁽⁵⁾。

注

(1) Helwig v. Vencor, Inc., 251 F.3d 540, 555 (6th Cir. 2001) 参照。

(2) 尾崎安史「企業のソフト情報の開示規制とその問題点(2)・完——米連邦法における議論を参考にして——」早稲田法学 67 巻 2 号 68 頁注 280 (平成 4 年)。

重要な事項の要件と虚偽または誤解を生ぜしめる表示の要件は、不実の開示に基づく民事責任を生ぜしめるかどうかの問題を検討するに当たり、それぞれ別個に解釈されるべきものである。

(3) このことは、判決が「単にヴェンコー社の記載漏れによるのみ、財政調整法についてのヴェンコー社の…内部の評価が重要であったということとはできない」(Helwig, 251 F.3d at 556) と説示しているところから明らかであるといえる。

(4) したがって、わが国における会社法および金融商品取引法の不実の開示にかかる民事責任との関連において規定されている「重要な事項」の要件を充足するものと解することができるであろう。尾崎安史「企業のソフト情報の開示規制とその問題点(1)——米連邦法における議論を参考にして——」早稲田法学 67 巻 1 号 139 頁 (平成 3 年) も、ミスリーディングな行為を前提にした場合の重要性の概念は、事象の影響度とはほぼ同義と考えてよいものとされている。したがって、不実の表示に関する民事責任を生ぜしめるかどうかの検討においては、将来に関する表示の重要性を判定するに当たり、事象の影響度を考慮することになる。

(5) もっとも、判決は、相当な確実性の基準を破棄したのではなく、むしろそれを原則としていることに注意を要する。しかし、アメリカの学説においても指摘されているように、収益の予想が相当な確実性をもって測定されることはほとんどありえないことに鑑みると、相当な確実性の基準を解釈の指針とすることは疑問である。むしろ、将来に関する表示の重要性を判定するに当たり、実質的な蓋然性の基準が有効なものであることを判決によって確認し、その基準に収斂させることが妥当であると理解すべきものであろう。また、実質的な蓋然性の基準は、具体的な

事案に応じて実質的に将来に関する表示の重要性を判定することを可能とするものということができるであろう。

なお、この点に関連して、尾崎・前掲注(4) 138-139頁においては、ミスリーディングな声明があったようなケースでは、ソフト情報の確実性の要素を考慮の外に置くことが妥当であり、そうする必要があるものと主張されている。なぜならば、この場合に、確実性をソフト情報の重要性の一要素として持ち出すと、不確実な情報は「非重要」な情報ということになり、そのような不確実という属性はソフト情報の本質であることからすると、ソフト情報についてほぼ無条件にミスリーディングな表示行為をしてよいということにもなりかねないからであるとする。

第五節 おわりに

アメリカでは、連邦の下級裁判所において、改革法の制定以前から、将来に関する表示の重要性を判定するに当たり、いわゆるブライツ・ライン・ルールを適用した判決がしばしば見られるところとなっている。しかし、すでに述べたように、それは、重要性のような本質的に事実焦点を当てる認定について唯一の事実を常に決定的なものとするがゆえに、必然的に狭すぎる基準であると指摘されており、しかも、そのような基準は、最高裁判所が支持する実質的な蓋然性の基準に適合しないものである⁽¹⁾。

もともと、予想の表示は、後知恵においては、ほとんど常に正しくないものであるがゆえに、その正確性に基づく保護が利用可能でないという前提で、ブライツ・ライン・ルールの適用を正当化してきた判決も見られるところである⁽²⁾。しかし、マルクス 対 コンピュータ・サイエンス社事件判決に鑑みると、たとえ予想が正しくないことが判明した場合であっても、裁判所は、正確性に基づく保護を付与することができるものとなっている⁽³⁾。さらに、改革法の高度な訴答要件にかかる規定は、将来に関する表示にかかわる事件との関連において、訴答の段階で、訴えを却下する権限を裁判所に付与するものとなっている⁽⁴⁾。したがって、学説においては、制定法におけるセーフ・ハーバーとの関連において、将来に関する表示の重要性を判定するに当たっては、実質的な蓋然性の基準を援用すべきであると主張されている⁽⁵⁾。

以上に検討してきたところから、実質的な蓋然性の基準は、わが国においても、将来に関する表示の重要性を判定するのに有効なものであることを示唆するものということができる。わが国においては、会社法および金融商品取引法の下で、将来に関する表示

に伴う不実表示の責任を生ぜしめるかどうかを検討するに当たって、そこで規定されている「重要な事項」についての解釈論を構築するのにきわめて示唆に富むものということができるであろう。さらに、そのような基準は、具体的な事案に応じて実質的に将来に関する表示の重要性を判定することを可能とするものということができるであろう。

ブライト・ライン・ルールは、ベーシック社 対 レビンソン事件判決との整合性を欠くものであり、かつ改革法の下でその適用の理論的根拠を欠くものであるがゆえに、今後は次第に無視されていくであろう⁽⁶⁾という評価を受けている。そうであるならば、アメリカにおいて、連邦の最高裁判所は、将来に関する表示にかかる重要性を判定するに当たり、ブライト・ライン・ルールを破棄することを明らかにするのであろうか。さらに、そのことに関連して、ベーシック社 対 レビンソン事件判決で採用した実質的な蓋然性の基準の適用を将来に関する表示に拡張するのであろうか。当面においては、これらの点に関する連邦の最高裁判所の今後の判断が注目されるところである。

注

(1) Notes, Determining the Materiality of Earnings Forecasts Under the Private Securities Litigation Reform Act in *Helwig v. Vencor*, 2002 B.Y.U.L.Rev. 111, 135-136 (2002) .

(2) *Id.* at 136. ラープ 対 ジェネラル・フィジックス社事件判決がそのような判決の典型的な例である。

(3) *Ibid.*

(4) もっとも、この点に関連して、裁判所は、過去または現在の事象についての故意による虚偽の表示にかかる主張に改革法の高度な訴答要件にかかる規定を積極的に適用してきているが、将来に関する詐欺的な表示にかかる主張に対するその適用はそれほど強固たるものではないとの指摘がある (Beck, *The Substantive Limits of Liability for Inaccurate Predictions*, 44 Am. Bus. L. J. 161, 205 (2007) 参照)。

(5) Notes, *supra* note 1, at 136.

(6) *Ibid.*

第四章 アメリカ法における将来情報の開示と更新の義務

第一節 はじめに

証券取引規制における企業内容の開示において、予想や予測のような将来情報は投資者が投資判断をするのに有益なものであり、その開示は奨励されるべきものであろう。しかし、そのような情報は不確実なものであることから、その内容が現実の結果に合致しないことがしばしば起こりうる。したがって、会社は、たとえ十分に注意を払って将来情報の開示をした場合であっても、その後の会社を取り巻く状況の変化によって、その内容が現実の結果と相違する可能性が生じることになる。

それでは、このような場合、将来情報の開示をした会社は、その内容を更新する義務を負担するものとすべきであろうか。さらに、もしもこれを肯定するならば、どのような場合にそれを負担させることが適切であろうか。そのことは、将来情報の開示の在り方との関連において検討を要する重要な法的問題であるといえることができる。

会社法および金融商品取引法の要請する企業内容開示制度の下では、現在のところ、将来情報の開示が部分的に要求されるところとなっている⁽¹⁾。したがって、わが国において、その問題を検討することの必要性はますます大きいものとなっているといえることができるであろう。しかるに、わが国においては、その問題について、これまでほとんど検討されてこなかったといっても過言ではない。これに対し、アメリカにおいては、将来情報の開示をした場合、その後の状況の変化に応じて、これを更新する義務が発生するかどうかに関して、バックマン 対 ポラロイド社事件判決⁽²⁾が下されたことを契機として、活発な議論が展開されるようになってきている。なかんずく、学説において、そのことは、将来情報の開示とそれに伴う更新の義務の問題⁽³⁾として、法的な検討が加えられるところとなっている。

そこで、以下においては、更新義務の存否をめぐるアメリカ法の状況について、判例の展開を明らかにすることに焦点を当てて検討するとともに、1995年証券民事訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995—以下、単に「改革法」という）の制定に伴う連邦証券諸法の改正が更新義務との関係でどのような問題をもたらしたかを検討することにしよう。

注

(1) 会社法にいう公開会社の事業報告においては、株式会社の現況に関する事項中に、対処すべき課題の記載が要求されている(会社法 435 条 2 項・会社法施行規則 119 条および 120 条 1 項 8 号を参照)。また、金融商品取引法の下で作成を要求されている有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書および半期報告書においては、事業の状況中に、対処すべき課題の記載が要求されるとともに、設備の状況中に、設備の新設、除却等の計画の記載が要求されている(有価証券届出書については、金融商品取引法 5 条 1 項・企業内容等の開示に関する内閣府令 8 条 1 号・第 2 号様式の記載上の注意(32)および(39)を、目論見書については、金融商品取引法 13 条 2 項・企業内容等の開示に関する内閣府令 12 条 1 号イを、有価証券報告書については、金融商品取引法 24 条・企業内容等の開示に関する内閣府令 15 条 1 号イ・第 3 号様式の記載上の注意(12)および(19)を、半期報告書については、金融商品取引法 24 条の 5・企業内容等の開示に関する内閣府令 18 条 1 号・第 5 号様式の記載上の注意(11)および(15)を参照)。

以上のように、会社法および金融商品取引法の要請する企業内容開示制度の下では、将来に関する情報として、対処すべき課題および設備の新設、除却等の計画を記載することが要求されることとなっている。

(2) Backman v. Polaroid Corp., 910 F.2d 10 (1st Cir. 1990) .

(3) 更新義務は、表示がなされたときは正確なものであったが、その後の状況の変化によって、それが重要な事項について誤解を生ぜしめるものとなった場合に生じる問題であると一般に理解されている。その詳細については、Rosenblum, An Issuer's Duty Under Rule 10b-5 to Correct and Update Materially Misleading Statements, 40 Cath. U. L. Rev. 289, 289-291 (1991) 参照。

なお、わが国においては、取引所の要請する次期の業績予想の発表に関連して、上場会社は、当該上場会社の属する企業集団の売上高、営業利益、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と比較して当該上場会社が新たに算出した予想値または当連結会計年度の決算において差異が生じた場合は、直ちにその内容を開示しなければならぬ(有価証券上場規程 405 条 1 項)ものとされている。具体的には、新たに算出した予想値を公表した直近の予想値と比較して 10 パーセント以上の売上高の増減がある場合または 30 パーセント以上の営業利益、経常利益もしくは純利益の増減がある場合に修正の開示を要するものとされている(有価証券上場規程施行規則 407 条 1 項参照)。これは、取引所の自主規制の下で、業績予想の開示に伴い、更新義務を課すものといつてよいであろう。しかし、会社法および金融商品取引法の要請する企業内容開示制度の下で、一般論として、更新義務が生じるかどうかは明らかでないといわざるをえない。

第二節 判例の展開

将来情報の開示に関連して、更新義務が発生するかどうかという問題は、アメリカにおいては、法的な問題として詳細な検討が加えられるところとなっている。もしも、重要な情報に関連して、そのような義務が存在するものと認定されるならば、そのような情報を公衆に開示しないことは証券詐欺に当たるものとされ、民事責任および刑事責任の生じる可能性をもたらすことになるであろう⁽¹⁾。

しかるに、将来に関する情報を更新することに関連して、連邦証券諸法および証券取引委員会（SEC）の規則は、何らの具体的な指針も提供するところがない。したがって、裁判所は、更新義務の問題については、連邦証券諸法の一般的な原則に依拠することによって検討を加えてきたのである⁽²⁾。

一 総説

アメリカの判例においては、情報の更新義務について無定見であって、しかも、その概念について若干の混乱が生じているものといわれている⁽³⁾。情報の更新に関する明確な指針が存在しないことから、連邦の巡回区控訴裁判所においては、そのような義務の問題について、それぞれ異なる見解が表明され、または何ら言及されることがない状況となっている⁽⁴⁾。すなわち、そのような義務は、連邦の第1巡回区、第2巡回区および第3巡回区の各控訴裁判所において容認されているが、第7巡回区控訴裁判所においては現在もお排除されている。さらに、その他の巡回区控訴裁判所は、更新義務が存在するかどうかという問題を直接に検討しないことを選択してきたようである⁽⁵⁾。

以下においては、アメリカにおいて、更新義務の存否をめぐる判例の理論がどのような形で展開されているかを明らかにするために、いくつかの代表的な判決を素材に検討を加えることにする。

二 更新義務の存在を肯定する判決

すでに述べたように、アメリカにおいては、将来情報の開示に関連して、更新義務が発生するかどうかという問題については、バックマン 対 ポラロイド社事件判決⁽⁶⁾が下されたことを契機として、活発な議論が展開されるようになってきている。その意

味において、この判決は、注目すべきものを含んでいるといつてよいであろう。したがって、以下では、バックマン 対 ポラロイド社事件判決の検討から始めることにしよう。

1 バックマン 対 ポラロイド社事件判決

(1) 事実の概要

マサチューセッツ州のケンブリッジ市に本社を有するポラロイド社は、ポラビジョンと称する新製品のインスタント・ムービー・カメラの発売を 1978 年の 3 月に開始した。その当時、社内では、その売上高を年間 20 万台と予測するところであった。

ポラロイド社は、11 月 5 日、株主に宛てて、第 3 四半期報告書を発行した。そこでは、ポラビジョンの売上高および利益に関連して、「当社の世界的な製造設備は、ほぼ最大の生産能力で稼働しつづける。……（当社は）1978 年の第 3 四半期および最初の 9 か月については、世界的な売上高および利益を記録した……」と説明されていた。

しかるに、10 月下旬に、ポラロイド社は、予測を下回る需要しかなかったために、ポラビジョンの製造を減少させていた。さらに、11 月中旬になって、同社は、ポラビジョンの製造を停止した。それにもかかわらず、12 月の時点において、売上高が思わしくなかったことは公表されていなかった。

1979 年 1 月 9 日、ポラロイド社の会長兼最高執行役員が運営する財団であるローランド・ファウンデーションは、ポラロイド社の株式を 30 万株売却することを決定し、その売却は 1 月 11 日に完了した。そのことを公表するために発せられたプレス・リリースにおいても、ポラビジョンの見通しが思わしくないことに言及されることはなかった。

しかし、年次総会の直後である 2 月 22 日、ポラロイド社は、プレス・リリースを発して、ポラビジョンが成功しなかったこと的事实を公表した。これに反応して、ポラロイド社の株価が 20 パーセント下落した。

そこで、1979 年の 1 月 11 日から 2 月 22 日までにポラロイド社の株式を購入した投資者が、ポラロイド社を相手に、1934 年証券取引所法 10 条(b)項および規則 10b-5 の違反を理由とするクラス・アクションを提起した。原告は、ポラビジョンの製造および第 4 四半期の利益に関する重要な情報を開示する義務の違反が被告に存在し、したがって、その後の事象に鑑みて、被告の発行した第 3 四半期報告書は誤解を生ぜしめるものであ

ったと主張した。

連邦のマサチューセッツ地区地方裁判所は、陪審の評決にしたがって、ポラビジョンの窮境についての報告書の言及は、ポラロイド社の得たその後の情報に鑑みると、誤解を生ぜしめるものとなったと述べて、原告に有利な判決を下した。これに対し、被告が控訴していたところ、連邦の第1巡回区控訴裁判所は、再審理を行い、地方裁判所の判決を破棄して、被告に有利な判決を下した。

(2) 判決の要旨

被告の発行した第3四半期報告書は誤解を生ぜしめるものであったとする原告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「(報告書は) 3ページ半にわたって、ポラビジョンが利益に及ぼす影響が思わしくないことを知らせるものであった。1ページで、『彼はまた……利益は、ポラビジョンに関連して、相当な費用をもたらしつつけるものと述べた。』この文は、その後の2ページで(次のように)修正された。『純売上高に対する売上高コストの比率が、主として……ポラビジョンに関連する相当な費用のゆえに……増加した。』このことが強調されているにもかかわらず、このような報告書は……株式を購入する投資者に誤解を生ぜしめたのであろうかとわれわれは問う。」

「……(表示は)当初はまさに正確なものであった。たとえ(それが)将来に関するものであったとしても、その後も、まさに正確な状態であった。……原告の説明は当初の開示の範囲外の問題を指すにすぎず、(表示を)不正確なまたは誤解を生ぜしめるものとするものでは決してないのである。」

2 判旨の分析

判決は、ポラロイド社の発行した第3四半期報告書の表示について、これを正確な表示に当たるものとした。そこでは、法律問題として、更新義務が存在するかどうかにかかわらず、利益は「ポラビジョンに関連して、相当な費用をもたらしつつける」という表示は決して不正確なものとはなっていないと判定されている⁽⁷⁾。

さらに、判決は、そのような表示がなされたときは、基本的には、それは正確なものであって、たとえそれが将来に関するものであっても、その後も、それはまさに正確な

状態であったとするとともに、その後の新たな状況は「明白に……当初の開示の範囲外の問題」であると結論づけている⁽⁸⁾。したがって、判決は、更新義務の問題を引き合いに出すことなく、事案の具体的な解決をもたらしている。

もつとも、判決は、傍論において、更新義務の問題に言及しており、そのことに関連して、次のような所見を述べている。

「開示がなされたときに現実に誤解を生ぜしめるものであり、しかも開示をする者がこのことを知っている場合は、それを訂正する義務がある。……先行する開示が『その後の事象に鑑みて重要な事項について誤解を生ぜしめるものとなる』場合、裁判所は異なる義務である開示を要求した。特段の事情のある場合には、その時点で正確である表示は、当事者が信頼することが期待されるような将来の目的および含蓄を有する可能性があると思われる。このことが明白な意味であり、しかも変化、より正確には、訂正がある場合は、さらなる開示が要求されるであろう。」⁽⁹⁾

このような傍論は、予想、予見および予測のような将来に関する表示に適用される二段階の基準を裁判所が事実上採用することを明らかにしたものである。第一に、裁判所は、予想、予見または予測の表示がなされたときに正確であったかどうかを判断しなければならない。もしも予想、予見または予測の表示がなされたときに正確でなかったならば、すみやかに、そのような表示を訂正する義務が生じることになる。もしも予想、予見または予測の表示がなされたときに正確であったならば、第二に、裁判所は、その後の事象が表示を重要な事項について誤解を生ぜしめるものとしたかどうかを判断しなければならない。もとより、表示そのものが重要なものに当たらないならば、規則 10b-5 の下で責任が生じることはない⁽¹⁰⁾。

したがって、そこでは、当事者が信頼することが期待されるような将来の目的および含蓄を有する表示——将来に関する表示——について、更新義務が存在しうることを明らかにしたものである⁽¹¹⁾。バックマン 対 ポラロイド社事件判決は、将来に関する情報を更新する義務を是認する状況の存在することが論理的に可能であること⁽¹²⁾を示唆するものであり、この点に判決の意義を認めることができるであろう⁽¹³⁾。

三 更新義務の存在を否定する判決

アメリカにおいては、バックマン 対 ポラロイド社事件判決のように、更新義務の

存在を肯定する判決が一定に法域において見られるところとなっている。しかし、これに対し、他の法域においては、将来情報の開示に関連して、更新義務の存在を否定する判決もまた見られるところとなっている。以下においては、その代表的なものとして、ストランスキー 対 カミンズ・エンジン社事件判決⁽¹⁴⁾を検討することにしてしよう。

1 ストランスキー 対 カミンズ・エンジン社事件判決

(1) 事実の概要

カミンズ・エンジン社は、ディーゼルエンジンの開発および製造をする会社である。同社は、米国環境保護庁 (Environmental Protection Agency) の公布した新排気ガス基準を受けて、それに適合する新たなエンジンの製造を1988年に開始した。なお、そのエンジンは、2年間または10万マイルまでのものについて、保証が付けられているものである。

カミンズ・エンジン社は、1989年の2月にプレス・リリースを発して、エンジンの出荷および1株当たりの利益について、次のような予想を公表した。

「……カミンズ・エンジン社は……エンジンの受注が依然として好調であることおよびエンジンの出荷が25パーセント増加するものと予想されていることを知らせるプレス・リリースを発した。……当社は……(1989年の)第1四半期における1株当たりの利益が1ドルを超えるものと予想する……という趣旨のプレス・リリースを発した。」

その後、カミンズ・エンジン社の取締役会は、新たなエンジンの設計に欠陥があったために問題が発生しており、その修理に関連する費用(保証コスト)が増加しているという情報を知るところとなった。しかるに、同社は、そのような情報を開示することがなかった。

そこで、カミンズ・エンジン社の株主であるストランスキーが、カミンズ・エンジン社およびその取締役を相手に、証券詐欺を理由とするクラス・アクションを提起した。原告は、保証コストが増加しているという情報を被告が知ったにもかかわらず、プレス・リリースでの予想を更新しないことは規則10b-5に違反するものと主張した。

連邦のインディアナ南部地区地方裁判所は、連邦民事訴訟規則12条(b)項(6)号の規定にしたがって、原告の請求を棄却した。これに対し、原告が控訴していたところ、連邦の第7巡回区控訴裁判所は、地方裁判所の判決の一部を認容したが、一部を破棄して、事

件を原審に差し戻した。

(2) 判決の要旨

プレス・リリースでの予想を更新しないことは規則 10b-5 に違反するという原告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「……地方裁判所は、ストランスキーの見解は将来に関する表示にのみ妥当するものであり、したがって、このことは更新義務に適合するものと述べた。地方裁判所は、カミンズ・エンジン社がのちに判明した、保証コストが増加しているという情報は、なされている表示の範囲内のものでないと信じるものであったがゆえに、その請求を棄却した。したがって、カミンズ・エンジン社は、その情報を明らかにする義務を有するものでなかった。言い換えれば、保証コストの増加に関する情報は、そのような（プレス・リリースでの）表示を虚偽としうるものではなかった。……」

これらのプレス・リリースにおいては、保証コストに直接関連するところが何もなかったのであって、したがって、ストランスキーは、カミンズ・エンジン社が規則 10b-5 に違反したと主張するのに、プレス・リリースを論拠とすることができない。」

2 判旨の分析

判決は、エンジンの出荷および 1 株当たりの利益に関するプレス・リリースでの予想を、その後の情報に鑑みて、更新しないことは規則 10b-5 の違反を生ぜしめるものでないことを明らかにするものである。プレス・リリースを発した後で判明した情報は、先行する予想の表示を虚偽とするものでなく、予想の表示はそのような情報に直接関連するところがない。このような事情に照らして、判決は、予想の表示を更新する義務が生じないものと結論したのである。

なお、判決は、そのような説示をするに先立ち、更新義務に関連して、一般論として、次のように述べている。

「その後の事象のゆえに不正確なものとなる将来に関する表示——予測——を会社が行うときに、更新義務が発生すると主張してきたものもある。当裁判所はそのような理論を決して採用してこなかったのであって、われわれは、現在のところ、それを採用することに同意しない。

もちろん、規則 10b-5 の文言の審査は、それに付与されるべき解釈を解明するところがある。……

その規則（の『表示がなされた当時の状況に鑑みて』という文言）は、表示をした後で発生する状況を責任の基礎とすることを黙示的に排除するものである。加えて、証券諸法は、一般に、他人のしたことを後知恵で批判する働きをするものでない。『証券諸法は事前的な視点から問題にアプローチする。すなわち、なされたときに真実である表示は、事態が意外にも思わしくないからといって詐欺的なものとなることがないように、なされたときに重要な事項について虚偽である表示は、それがたまたま実現するものであるからといって許容可能なものとなることがない。』これらの考慮すべき事柄は、更新義務を課すに当たり、われわれを甚だためらわせるのである。⁽¹⁵⁾

このことは、規則 10b-5 の文言の解釈の論理および後知恵で判断することを排除する連邦証券諸法のアプローチを根拠に、更新義務を課すべきでないものとすることを意味している。したがって、ストランスキー 対 カミンズ・エンジン社事件判決は、更新義務の存在を否定することを明らかにしたものということができる。

四 判例理論の動向

1 現在の状況

アメリカにおいては、将来情報の開示に伴って、更新義務が発生するかどうかという問題は、かねて、判例および学説において検討されてきたところである。すでに述べたように、判例においては、更新義務の存在を肯定するものと否定するものがあり、見解の対立するところとなっている。

バックマン 対 ポラロイド社事件判決のほか、タイム・ウォーナー社事件判決⁽¹⁶⁾ およびインターナショナル・ビジネス・マシーニズ社事件判決⁽¹⁷⁾ などが更新義務の存在を肯定する代表的な判決となっている。

これに対し、ストランスキー 対 カミンズ・エンジン社事件判決のほか、アイゼンスタッド 対 セントラル社事件判決⁽¹⁸⁾ およびギャラガー 対 アボット・ラボラトリーズ事件判決⁽¹⁹⁾ などが更新義務の存在を否定する代表的な判決となっている。それらの判決は、ストランスキー 対 カミンズ・エンジン社事件判決の見解を踏襲するものとなっている。

もつとも、総体的な動向として、判決の多くは、更新義務の存在を肯定する場合であっても、現実には、そのような義務を課すことを拒絶してきている⁽²⁰⁾。それでは、具体的な事案との関連において、判例の多くが更新義務の適用を回避してきたのはいかなる理由によるものであろうか。以下においては、判例の多くが採用する法的根拠を明らかにするとともに、それがどのようなアプローチによって認定されてきたかを検討することにしよう。

2 更新義務を適用すべきでないとする法的根拠とそのアプローチ

しばしば、連邦裁判所は、重要でない表示を更新する義務が存在することはありえないことから、将来に関する表示は重要なものでないと結論することによって、更新義務の適用を回避してきたものといわれている⁽²¹⁾。そのことは、将来に関する表示の重要性を否定することによって、更新義務の適用が排除されてきたことを意味している。したがって、判例は、一般に、将来に関する表示の重要性の欠如を法的根拠として、更新義務の適用を回避しているものといえることができる。

もつとも、そこでは、将来に関する表示が重要なものでないとの結論を導くのに、さまざまアプローチが採用されている⁽²²⁾。具体的には、以下のようなアプローチが採用されているものと整理することができる。

第一に、ビスピークス・コーシジョンの法理⁽²³⁾を採用するアプローチである。たとえば、インターナショナル・ビジネス・マシーンス社事件判決は、次のように述べて、1株1.21ドルの配当を継続する予定であり、減配の計画が存在しない旨の表示の重要性を否定している。

「投資者がこれらの予測を長期的な保証として信頼することは、法律問題として不合理であろう。なぜならば、これらの表示は、短期的な予測にすぎないことを明らかにするのに十分な注意文言を含むものであるからである。われわれが判示したように、『全体として検討するときは、明瞭に『注意を喚起する』表示に基づいて、責任を課すことができない。』」⁽²⁴⁾

『われわれは、配当を減少させる計画を有することがなく、(配当を減少させる)いかなる必要性も認識するものでない』というアイビーエムの表示は、重要な事項について虚偽または誤解を生ぜしめる表示に当たらない……」⁽²⁵⁾

判決は、配当を減少させる計画が存在しないとの表示は短期的な予測にすぎないことを明らかにする十分な注意文言を含んでおり、明瞭に注意を喚起する表示があることを理由に、責任を課することができないものと述べている。判決は、そのような表示について、ビスピークス・コーションの法理を適用して、重要な事項について虚偽または誤解を生ぜしめる表示に当たらないという結論を導いている。

第二に、きわめて楽観的な表現またはあいまいな表示であることを理由として、重要性を否定するアプローチである⁽²⁶⁾。たとえば、パーリントン・コート・ファクトリー事件判決は、次のように述べて、そのようなアプローチを援用することを明らかにしている。

「当社は『売上高に比べて迅速に純利益を向上させつづけることができるであろうと信じる』という、1993年11月1日における最高財務担当役員の表示は、2つの成分たる構成要素に分解することができる。第一に、1993年11月1日の時点で、会社の利益が売上高よりも迅速に向上してきたことであり、第二に、このような傾向が続くであろうと会社が信じたことである。その表示の第一の部分について、原告は、1993年11月1日の時点で、利益が売上高よりも迅速に向上していなかったと主張するものでない。そうではなく、原告の主張は、その表示の第二の部分——将来に関する部分——に焦点を合わせるものである。

その表示の将来に関する部分は、ここでは、一般的でかつ具体的ではない表示であって、その傾向が続くであろうという楽観または期待の表示である。……われわれは、問題となっている表示はきわめてあいまいなものであるがゆえに、訴訟原因となりえないものとする。……そのような（原告の）主張は、最初の表示のあいまいさおよびその結果として生じる非重要性のゆえに、破綻するのである。」⁽²⁷⁾

判決は、このような傾向が続くであろうと会社が信じるという趣旨の表示はあいまいなものであって、訴訟原因とはなりえないものと述べている。判決は、このような将来に関する表示は法律問題として重要な表示に当たらないという結論を導いている。

第三に、将来に関する表示が実現を確約するものでないことを理由として、重要性を否定するアプローチである⁽²⁸⁾。たとえば、ヒルソン・パートナーズ・リミテッド・パートナーシップ 対 アダッジ社事件判決は、次のように述べて、そのようなアプローチを採用することを明らかにしている。

「われわれは、その予想は実現を確約するもので……なかったがゆえに、法律問題として訴訟原因にならないと考えた。」⁽²⁹⁾

「ここで問題となっている表示は予想であって、連邦証券諸法の下では重要なものでなく、詐欺の請求を主張するのに足りるように具体的に訴答されているものでもなかった。その後の事象に基づいて、そのような表示を更新する義務は存在しない。」⁽³⁰⁾

判決は、実現を確約するものとして表示するところのない予想は法律問題として重要な表示に当たらないという結論を導いている。判決は、このような結論を導くために、ラーブ 対 ジェネラル・フィジックス社事件判決⁽³¹⁾ およびマローン 対 マイクロデザイン社事件判決⁽³²⁾ の分析に依拠している。

3 重要性の判断要素

すでに述べたように、アメリカにおいて、判例の多くは、将来に関する表示の重要性の欠如を理由として、更新義務の適用を回避してきたところである。このことに関連して、将来の予想であるならば、規則 10b-5 の下で重要な表示に当たらないものとする見解を採用する法域もある。これは、将来に関する表示は重要なものでないとする包括的なルールを採用していることを意味するものである。したがって、そこでは、将来に関する表示は当然に重要なものでないと認定されることになる⁽³³⁾。

しかし、これに対し、その他の多くの法域では、そのような見解を採用するところがなく、将来に関する表示は当然に重要なものでないとする包括的なルールを採用することを明示的に拒絶してきたのである⁽³⁴⁾。むしろ、そこでは、正当な根拠のないことが明らかであるような将来の成果についての楽観的であいまいな予測は、およそ、規則 10b-5 の責任を負わせるに足りるだけの重要なものではない⁽³⁵⁾ ということが強調されている。そのことは、多くの法域において、将来に関する表示の重要性を判定するに当たり、前後の文脈に即して事実焦点を当てるアプローチを採用していることを意味している⁽³⁶⁾。

したがって、将来に関する表示の重要性を判定するのに、前後の文脈に即して事実焦点を当てるアプローチをする場合、裁判所は、そのような表示が「あいまいなもの」であったか、それとも重要なものであるとの結論を是認する「それ以上のもの」が存在するものであったかを判断しなければならない⁽³⁷⁾。

もつとも、この点に関連して、現在では、予想、予見または予測が規則 10b-5 の目的に適合する重要な表示であるという結論をもたらさうる要因を詳細に記述しようとしている判決がいくつか見られるところとなっている。その中でも、マッカーシー 対 シー・シーオーアール・エレクトロニクス社事件判決⁽³⁸⁾ は注目すべきものを含んでいるといってよい。なぜならば、それは、その要因を包括的に列挙するものではないが、その問題を解決するために検討されうる多くの要素を示唆するところとなっているものと評価されている⁽³⁹⁾ からである。そこでは、それらの要素として、次のものが指摘されている。

第一に、予想が具体的なものであることである。したがって、あいまいな表示は、確たる事実に基づく根拠を有するものとみなされる可能性がほとんどない。第二に、予想が将来に向かってどれほど先のものであるかということである。したがって、より長期的な予想は、必然的に、信頼性が低くなる。第三に、問題となっている予想が本質的に困難なものでありまたは信頼することのできない程度である。たとえば、合併の遂行についての予想は、そのような程度が検討されるべきものであるといわれている⁽⁴⁰⁾。

予想および予測に関する表示の重要性を評価するために利用されているこれらの要因は例示的な列挙にすぎないものとされている。しかしながら、そのことは、前後の文脈に即して事実と焦点を当てる重要性の分析を確立しようとする努力のあらましを示唆するものといえることができるであろう⁽⁴¹⁾。

これに対し、将来の予想または予測であるならば、重要な表示に当たらないものとす
る見解を採用するときは、次のような疑問が生じるものといえてよいであろう。すなわ
ち、予想および予測が重要なものでないとするならば、連邦証券諸法が予想および予測
の開示を奨励する——またはそれを阻止する——のはなぜであろうか。その代わりに、
少なくとも、ある一定の状況の下で、予想および予測が一般投資者によって信頼されて
いるものと判断されるときは、一般投資者にとって——少なくともある一定の状況の下
では——予想は重要なものであるとの結論を免れることがほとんどできない⁽⁴²⁾。そうで
あるならば、予想および予測のような将来に関する表示を更新する義務を課すことは、
連邦証券諸法が奨励しようとする開示を必然的に制限することになる⁽⁴³⁾。したがって、
ヒルソン・パートナーズ・リミテッド・パートナーシップ 対 アダッジ社事件判決の
ように、連邦証券諸法の下で予想は当然に重要なものでないという結論を採用している

判決は、根本的な問題に言及するところがないという批判を生ぜしめるところとなっている⁽⁴⁴⁾。

注

(1) Bochner & Bukhari, The Duty to Update and Disclosure Reform: The Impact of Regulation FD and Current Disclosure Initiatives, 7 Stan. J.L. Bus. Fin. 225, 231 (2001) .

(2) Gwyn & Matton, The Duty to Update the Forecasts, Predictions, and Projections of Public Companies, 24 Sec. Reg. L.J. 366, 371 (1997) .

(3) Bochner & Bukhari, supra note 1, at 232.

なお、判例において、更新義務の概念について若干の混乱が生じていることは、たとえば、ロス 対 エー・エイチ・ロビンス社事件判決 (Ross v. A.H. Robins, 465 F.Supp. 904 (S.D.N.Y. 1979)) において見られるところである。これは、更新義務の存在しうることを示唆した最初の判決であると評価されているが、この点に関して、ここでは、次のように説示されている。

「(表示が) なされたときは正確であったが、その後の事象のために誤解を生ぜしめるものとなった先行する表示を訂正または修正する義務 (a duty to correct or revise) が存在することは、現在においては、明白である。このような義務は、先行する表示が依然として『存続して』いる限り、存在するのである。」(Id. at 908)

学説からは、判決が訂正義務 (duty to correct) と説示しているところは、更新義務 (duty to update) と説示すべきであって、これらの義務は厳格に区別されるべきものであると批判されている。この点については、Porter, What Did You Know and When Did You Know It?: Public Company Disclosure and the Mythical Duties to Correct and Update, 68 Fordham L.Rev. 2199, 2214-2215 (2000) を参照。さらに、学説におけるそれらの義務の区別に関する議論の詳細については、Gwyn & Matton, supra note 2, at 379-382 を参照。

(4) Bochner & Bukhari, supra note 1, at 232.

(5) Ibid.

(6) Backman v. Polaroid Corp., 910 F.2d 10 (1st Cir. 1990) .

(7) Id. at 17; Note, Securities, Lies & Videotape: *Backman v. Polaroid* and the Duty to Update, 39 U.Kan.L.Rev. 951, 958 (1991) .

(8) Backman, 910 F.2d at 17; Note, supra note 7, at 958-959.

(9) Backman, 910 F.2d at 16-17.

- (10) Gwyn & Matton, *supra* note 2, at 374.
- (11) Note, *supra* note 7, at 959 参照。
- (12) Gwyn & Matton, *supra* note 2, at 374 参照。
- (13) 学説においても、バックマン 対 ポラロイド社事件判決は、判示事項 (holding) よりもむしろ傍論 (dicta) に意味があるものと指摘されている。この点については、Note, *supra* note 7, at 961-963 を参照。
- (14) *Stransky v. Cummins Engine Co., Inc.*, 51 F.3d 1329 (7th Cir. 1995) .
- (15) *Id.* at 1332.
- (16) *In re Time Warner, Inc. Securities Litigation*, 9 F.3d 259 (2d Cir. 1993) .なお、本件判決の紹介については、龍田節「発行者の会社情報開示」証券取引における自己責任原則と投資者保護 40-42 頁 (平成8年) 参照。
- (17) *In re International Business Machines Corporate Securities Litigation*, 163 F.3d 102 (3d Cir. 1998) . 判決は「なされた時点で合理的である表示がその後の事象のゆえに誤解を生ぜしめるものとなる場合、更新義務が存在しうる」(*Id.* at 110) と述べて、更新義務の存在を肯定する。しかし、具体的な事案との関連では、あいまいで楽観的な表示または意見の説明を更新する義務は存在しないものとして、更新義務を課すことを否定するところとなっている。したがって、インターナショナル・ビジネス・マシーンス社事件判決は、更新義務の範囲を画したものと解されている (Bochner & Bukhari, *supra* note 1, at 234 参照)。
- (18) *Eisenstadt v. Central Corp.*, 113 F.3d 738 (7th Cir. 1997) .
- (19) *Gallagher v. Abbott Laboratories*, 269 F.3d 806 (7th Cir. 2001) .
- (20) Gwyn & Matton, *supra* note 2, at 378 参照。
- (21) Porter, *supra* note 3, at 2223.
- (22) *Ibid.*
- (23) その詳細については、本書第二章第二節二を参照。
- (24) *International Business Machines*, 163 F.3d at 108.
- (25) *Id.* at 111.
- (26) Porter, *supra* note 3, at 2224 参照。
- (27) *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1427-1428 (3d Cir. 1997) .なお、本件判決の紹介については、龍田節「将来情報の開示の促進」欧米における証券取引制度の改革 44-46 頁 (平成10年) 参照。
- (28) Porter, *supra* note 3, at 2224 参照。

134 アメリカ法における将来情報の開示と更新の義務

(29) Hillson Partners Ltd. Partnership v. Adage, Inc., 42 F.3d 204, 212 (4th Cir. 1994) .

(30) Id at 219.

(31) Raab v. General Physics Corp., 4 F.3d 286 (4th Cir. 1993) .なお、本件判決の紹介および検討については、本書第三章第二節三を参照。

(32) Malone v. Microdyne Corp., 26 F.3d 471 (4th Cir. 1994) .判決は、訴訟原因となりうる予測の表示について、次のように説示している。

「現実中存在する過去または現在の事実に関する不実表示または記載漏れは、将来の業績の予測に関する表示と比較すると、訴訟原因となる可能性がはるかに高い。一般的に、後者（である予測の表示）は、事実についての明確な表示によって証拠づけられておりまたは実現を確約するものとして表示されている場合にのみ、訴訟原因となると考えられるであろう。」(Id. at 479)

なお、このような説示は、ヒルソン・パートナーズ・リミテッド・パートナーシップ 対 アダッジ社事件判決にも引用されることとなっている (Hillson, 42 F.3d at 212 参照)。

(33) Gwyn & Matton, supra note 2, at 375-376 参照。弁護士のグウィンおよびマトンの両氏は、ヒルソン・パートナーズ・リミテッド・パートナーシップ 対 アダッジ社事件判決 (Hillson, 42 F.3d at 219) およびタイム・ウォーナー社事件判決 (Time Warner, 9 F.3d at 267) などがそのような例に当たるものと論じている (Gwyn & Matton, supra note 2, at 375 & n.48)。

(34) Gwyn & Matton, supra note 2, at 375-376 参照。

(35) In re Healthco International, Inc. Securities Litigation, 777 F.Supp. 109, 113 (D.Mass. 1991) .

(36) Gwyn & Matton, supra note 2, at 376 参照。

なお、この点について、たとえば、ストランスキー 対 カミンズ・エンジン社事件判決は、次のように述べている。

「将来に関する表示が³（当然に）重要なものでないとする包括的なルールは、前後の文脈に即して事実焦点を当てる審査の性質を斟酌するところがなく、それとともに、会社が制裁を受けることなく推測をすることを潜在的に可能なものとするであろう。」(Stransky, 51 F.3d at 1333)

(37) Gwyn & Matton, supra note 2, at 376.

(38) McCarthy v. C-COR Electronics, Inc., [1995-1996 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,054 (E. D. Pa. 1995) .

(39) Gwyn & Matton, supra note 2, at 376 参照。

(40) McCarthy, [1995-1996 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,054 at 94,264.

(41) Gwyn & Matton, *supra* note 2, at 376.

(42) *Id.* at 377.

(43) このことは判例および学説の一般に認めるところとなっている。たとえば、ヒルソン・パートナーズ・リミテッド・パートナーシップ 対 アダッジ社事件判決は、次のように述べている。

「予測を訂正または修正することを頻繁に（会社は）要求するならば、証券諸法が奨励しようとする類型の開示を必然的に抑止するであろう。……これらの予測の頻発性および変動性のゆえに、それらを開示する義務を課すことは、投資者に誤解を生ぜしめないために、（会社）によるほとんど継続的な開示を必要としたであろう。このような状況の下では……予測の（修正の）開示は、たとえ不合理なものではないとしても、現実的なものでないといわれれば考える。」（Hillson, 42 F.3d at 219 (quoting *Walker v. Action Industries, Inc.*, 802 F.2d 703, 710 (4th Cir. 1986)))

(44) Gwyn & Matton, *supra* note 2, at 377.

第三節 連邦証券諸法の改正とその影響

一 更新義務の排除の明文化

アメリカの連邦証券諸法は、改革法の制定に伴い、明文の規定を置くことによって、将来に関する表示の更新義務の存在を否定するところとなっている。そのことは、1933年証券法 27A条および1934年証券取引所法 21E条の(d)項の規定⁽¹⁾によって、明らかにされているところである。そこでは、本条からは、いかなる者にも将来に関する表示を更新する義務を負わせることがないものと規定されている。それらの規定は、改革法の制定に伴う連邦証券諸法の改正によって、新たに追加されたものである。

アメリカにおいては、将来に関する表示をした場合、その後の状況の変化に応じて、表示を更新する義務が発生するかどうかという問題をめぐって、従来から活発な議論が展開されてきたところである。しかるに、すでに述べたように、連邦証券諸法においては、かつて、この点に関する明文の規定がなく、裁判所は、連邦証券諸法の一般的な原則に依拠することによって、その問題の検討を加えてきたのである。しかし、それゆえに、更新義務の存否をめぐって、それを肯定する判決と否定する判決とを出現させるものとなっている。以上のように、判例法においては、更新義務の存否をめぐって、見解

の対立の存するところとなっている。

それでは、連邦証券諸法の改正に伴い、将来に関する表示を更新する義務を負わせることがないものとする明文の規定を置くことによって、更新義務に関連して、判例法における見解の対立を解消させることができたのであろうか。以下においては、なかんずく、更新義務の存否をめぐる展開されてきた判例法との関係で、どのような問題をもたらしたかを明らかにすることに焦点を当てて検討を加えることにしよう。

二 連邦証券諸法の改正とその問題点

すでに述べたように、1933年証券法27A条および1934年証券取引所法21E条の(d)項は、将来に関する表示との関係で、更新義務が発生しないことを規定するものである。しかしながら、このような規定との関連において、次のような問題のあることが明らかにされている。

第一は、その適用範囲に関する問題である。連邦証券諸法は、将来に関する表示を定義する規定を置いている(1933年証券法27A条および1934年証券取引所法21E条の(i)項(1)号)。具体的には、以下のような規定⁽²⁾となっている。

(i)項 [定義] 本条の目的を達するために、以下の定義が適用されるものとする。

(1) 将来に関する表示——「将来に関する表示」という文言は次のものを意味する。

- (A) 収益、収入(収入の損失を含む)、1株当たりの利益(利益に損失を含む)、資本支出、配当、資本構成またはその他の財務項目を含む表示、
- (B) 発行者の製品もしくはサービスに関する計画または目標を含む、将来の営業に関する経営者の計画と目標についての表示、
- (C) 委員会の規則およびレギュレーションに従って表示される経営者による財務状況または営業成績の検討と分析の中に含まれているあらゆる表示を含む、将来の経済的な業績に関する表示、
- (D) (A)、(B)もしくは(C)で規定されているあらゆる表示の基礎となっているまたはこれに関連している前提条件についてのあらゆる表示、
- (E) 報告書が発行者によってなされた将来に関する表示を評価する範囲に限り、発行者により利用される社外の審査者によって公表されるあらゆる報告書、または

(F) 委員会の規則またはレギュレーションによって特定されるその他の項目についての予測または見積もりを含む表示

このように、連邦証券諸法の下では、更新義務が発生しないものとされている規定の適用がありうる将来に関する表示が限定列举されている。したがって、将来に関する表示であっても、そのような定義に適合しないものについては、このような規定の適用が問題となることはない。さらに、そのような定義に適合する表示であっても、適用除外となる場合⁽³⁾が規定されている。

以上のように、そのような規定は、将来に関する表示の定義および適用除外の規定のゆえに、あらゆる場合に利用可能なものではない。したがって、それは、適用範囲の狭いものとなっている。それが利用可能なものでない場合、将来に関する表示にかかる更新義務の存在を肯定する法域においては、そのような表示をした会社は、それを更新しないことについての責任を課せられる可能性を有することになる⁽⁴⁾。

第二は、判例法との関係をどのように解すべきかという問題である。連邦証券諸法の規定は、その文言を厳格に解釈するならば、連邦証券諸法からは更新義務を負わせることがないということを明らかにしているにすぎない⁽⁵⁾。したがって、そのような規定の文言は、たとえば判例法のような他の法源の下で発生する将来に関する表示を更新する義務の存在を否定するものでないことを意味するものと解釈されている⁽⁶⁾。そうであるならば、将来に関する表示をした会社は、たとえそのような規定が適用される場合であっても、判例法によって課せられる更新義務に直面しうることになる⁽⁷⁾。

したがって、以上のような問題が存在することに鑑みるならば、将来に関する表示の更新義務を排除する規定の立法化は、少なくとも、現時点においては、そのような義務の問題——なかんずく、更新義務の存否をめぐる展開されてきた判例法における見解の対立を解消させること——について、何らの解決ももたらしていないものと評価することができるであろう⁽⁸⁾。

注

(1) 条文の翻訳および解説については、下中和人「アメリカにおける将来情報の開示の奨励——1995年民事証券

訴訟改革法の規制を中心に——」六甲台論集法学政治学篇 44 卷 3 号 191-192 頁（平成 10 年）参照。なお、黒沼悦郎・証券市場の機能と不正取引の規制 275 頁（平成 14 年）参照。

(2) 条文の翻訳および解説については、下中・前掲注(1) 193-194 頁参照。なお、日本証券経済研究所編・新外国証券関係法令集アメリカ(Ⅲ)62-63 頁および 373 頁（平成 20 年）参照。

(3) 1933 年証券法 27A 条および 1934 年証券取引所法 21E 条の(b)項は、セーフ・ハーバーの適用除外を定めている。それは、以下のような規定となっている（なお、日本証券経済研究所編・前掲注(2) 59-60 頁および 370-371 頁（平成 20 年）参照）。

(b)項〔適用除外〕 委員会の規則、レギュレーションまたは命令によって特に規定されている範囲を除き、本条は、以下の将来に関する表示に適用されるものではない。

(1) 発行者の事業または営業に関してなされる表示であって、発行者が

(A) その表示が最初のなされた日付以前の 3 年間

(i) 1934 年証券取引所法 15 条(b)項(4)号(B)の(i)から(iv)に規定されているあらゆる重罪または軽罪(こついで有罪)の宣告を受けた場合、または

(ii) 以下の政府の行為から生じる司法判決または行政命令の対象となった場合

(I) 証券諸法の詐欺禁止規定の将来の違反を禁止する

(II) 証券諸法の詐欺禁止規定に違反するのをやめるよう発行者に求める、または

(III) 発行者が証券諸法の詐欺禁止規定に違反したと決定する

(B) ブランク・チェック会社の証券の募集に関連して将来に関する表示をする場合

(C) ペニー・ストックを発行する場合

(D) ロールアップ取引に関連して将来に関する表示をする場合、もしくは

(E) 非公開会社化取引に関連して将来に関する表示をする場合、または

(2) 以下の表示である。

(A) 一般に認められた会計原則に従って作成された財務諸表に記載されている表示

(B) 投資会社の登録届出書に記載されている表示、または投資会社によって公表されている表示

(C) 公開買付けに関連してなされる表示

(D) 最初の公募に関連してなされる表示

(E) パートナリシップ、有限責任会社もしくは直接投資参加プログラムによる募集に関連して、またはこれらの営業に関してなされる表示、または

(F) 1934 年証券取引所法 13 条(d)項にしたがって委員会に提出することを要求されている報告書の中の実質所有

にかかる開示の中でなされている表示

なお、規定の解説については、下中・前掲注(1) 187-188 頁参照。

(4) Gwyn & Matton, *The Duty to Update the Forecasts, Predictions, and Projections of Public Companies*, 24 *Sec. Reg. L. J.* 366, 389 (1997) 参照。

(5) *Id.* at 387.

(6) このような解釈は、学説の一般に認めるところとなっている。この点については、Schneider & Dubow, *Forward-Looking Information — Navigating in the Safe Harbor*, 51 *Bus. Law.* 1071, 1077 (1996) 参照。これに対し、判例においては、現在のところ、そのような説示をするものが存在しない。

(7) Gwyn & Matton, *supra* note 4, at 387.

(8) *Id.* at 387-388 参照。

第四節 おわりに

アメリカにおいては、いわゆるソフト・インフォメーションの開示をした場合、その後の状況の変化に応じて、これを更新する義務が発生するかどうかということが法的な問題として詳細な検討が加えられるところとなっている。なかんずく、それは、将来情報の開示について妥当するものといつてよいであろう。

すでに述べたように、アメリカにおいては、将来情報の開示をした会社が、その後の会社を取り巻く状況の変化に応じて、これを更新する義務を負担することになるかどうかに関して、バックマン 対 ポラロイド社事件判決が下されたことを契機として、活発な議論が展開されるようになってきている。さらに、学説において、そのことは、将来情報の開示とそれに伴う更新義務の存否の問題として、理論的な検討が加えられるところとなっている。

わが会社法および金融商品取引法の要請する企業内容開示制度の下では、現在のところ、将来情報の開示が部分的に要求されるところとなっている。したがって、わが国においても、将来情報の開示とそれに伴う更新義務の存否の問題について理論的な検討を加えることが必要であるというべきであろう。しかるに、わが国においては、そのような問題について検討をするものがまったく見られない状況となっている。

アメリカ法の検討は、わが国において、そのような問題を検討するに当たり、有益な示唆をもたらすものということができるであろう。そこで、以上において、アメリカにおける更新義務の存否をめぐる判例法の展開を明らかにすることに焦点を当てて検討を試みたものである。

アメリカにおいても、以前は、将来に関する表示を更新する義務の存否について、連邦証券諸法およびSECの規則において具体的な指針を提供するところがなく、連邦の裁判所は、更新義務の存否の問題について、連邦証券諸法の一般的な原則に依拠することによって検討を加えてきたところである。しかし、それゆえに、更新義務の存否をめぐる、それを肯定する判決と否定する判決とを出現させるところとなっており、判例法において見解の対立を生じさせている。

もともと、現在は、改革法の制定に伴って、いかなる者にも将来に関する表示を更新する義務を負わせることがないものとする規定が連邦証券諸法に置かれている。しかしながら、このような規定は、将来に関する表示の定義および適用除外の規定のゆえに、適用範囲の狭いものとなっている。しかも、それは、たとえば判例法のような他の法源の下で発生する将来に関する表示を更新する義務の存在を否定するものではないと解されている。したがって、このような立法は、少なくとも、現時点においては、そのような義務の問題——なにかんづく、更新義務の存否をめぐる展開されてきた判例法における見解の対立を解消させること——について、何らの解決ももたらしえていないと評価せざるをえないであろう。むしろ、それは、問題をより複雑化させている⁽¹⁾との評価さえ見られるところである。

しかし、そのような解釈は、学説において主張されているところにすぎないものである。したがって、このような立法によって、更新義務の存否をめぐる展開されてきた判例法に影響を及ぼすところがあるのかどうか、今後のアメリカ法の展開において注目される場所であるといつてよいであろう。しかし、裁判所がその問題を解決するまで、会社およびその弁護士は、将来に関する表示に伴って、それを更新する義務を負担する可能性について検討することを余儀なくされるであろう⁽²⁾。

注

(1) Gwyn & Matton, The Duty to Update the Forecasts, Predictions, and Projections of Public Companies, 24 Sec. Reg. L.J. 366, 387 (1997) 参照。

(2) Id. at 391.

なお、多くの会社は、更新義務を負担するおそれがあるために、SEC提出書類およびアナリストに開示する場合において、将来に関する表示を控えるよう助言を受けているようである (Pitt & Groskaufmanis, Selective Disclosure Can Be Perious, Nat'l L.J., Apr. 18, 1994, at B4)。

第五章 アメリカにおける企業買収の計画の開示と更新の義務

第一節 はじめに

企業買収は、会社の存続および発展のための有力な手段として、重要な経営戦略の一部を構成するものとなっている。近時、わが国においては、敵対的な企業買収を契機として、企業買収をめぐる問題が世間の注目を集めるところとなっている⁽¹⁾。

それに関連して、わが国においては、最近、企業買収を目的とする対象会社の株式の買集めが増加してきている⁽²⁾。もともと、特定の者が株式を大量に保有することによって、会社の支配関係および株式の市場価格に大きな影響を与える。これにより、投資者は不測の損害を蒙ることがある⁽³⁾。

そこで、金融商品取引法の下で、投資者の保護を図るために、株券等の大量の取得、保有および処分に関する情報の迅速な開示が要求されている。すなわち、金融商品取引所に上場されている株券等の保有者でその保有割合が5パーセントを超えるもの——大量保有者——は、大量保有者となった日から5日以内に、大量保有報告書を内閣総理大臣に提出するとともに、遅滞なく、その写しを当該株券等の発行者ならびに金融商品取引所もしくは認可金融商品取引業協会に送付しなければならないものとされている（金融商品取引法27条の23および27条の27を参照）。そこでは、株券等保有割合に関する事項、取得資金に関する事項、保有の目的などの開示が要求されている（金融商品取引法27条の23第1項ならびに株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令2条および第1号様式を参照）⁽⁴⁾。このような開示の要請は、投資者の保護を図るためのものであって、一般に、5パーセント・ルールと呼ばれている⁽⁵⁾。

株券等の有価証券の取得が企業買収を目的とするものであるときは、大量保有報告書における保有目的の項目に、重要提案行為等⁽⁶⁾、支配権の取得またはそれに相当する意味の文言が記載されることになる⁽⁷⁾。しかしながら、その目的が当初は企業買収のためであったとしても、その後の会社を取り巻く状況の変化によっては、買収を断念することが起こりうる。

それでは、このような場合、保有目的との関連において、変更報告書（金融商品取引法27条の25を参照）の提出を要するのだろうか。さらに、一般的な問題として、企

業買収の計画を公表し、その後に計画を断念した場合、そのような情報の更新義務が発生するものというべきであろうか。これらの問題は、企業内容等の開示の在り方との関連において検討を要する重要な法的問題であるといつてよいであろう⁽⁸⁾。しかるに、わが国においては、それらの問題について詳細に検討を加えるものが存在しない。

保有目的のような情報は、アメリカでは、ソフト・インフォメーションという概念で包括的に捉えられている。そこでは、ソフト・インフォメーションの開示に伴って、どのような場合に更新義務が発生するかという問題について、詳細な検討が加えられるところとなっている。もっとも、ソフト・インフォメーションは、包括的な概念であるがゆえに、性質の異なる情報が混在している⁽⁹⁾ものといつてよい。そうであるならば、個々の情報の性質に応じて、更新義務の存否の問題を検討することを要するものというべきであろう。以下においては、企業買収の計画に関する開示に焦点を当てて、更新義務の存否をめぐるアメリカ法の展開を明らかにすることにしよう。

注

(1) ことに世間の注目を集めたものとして、平成 17 年に発生したライブドアによるニッポン放送に対する敵対的買収事件がある。それは、フジテレビがニッポン放送の子会社化を目的として、ニッポン放送の株式の公開買付けを実施していたところ、その期間中に、ライブドアが、その子会社を介して、東京証券取引所の立会時間外取引である ToSTNeT-1 (トストネット・ワン) を利用して、公開買付けによることなく、ニッポン放送の発行済株式総数の約 29.6 パーセントに相当する株式を取得し、すでに取得済みの株式とあわせて、ニッポン放送の総株主の議決権の 35 パーセントを超える株式を取得したというものである。この問題も含めて、わが国における敵対的な企業買収に関する法的問題の詳細について、たとえば、渡邊顯・敵対的買収——新会社法とM&A (平成 19 年) を参照。

また、この事件を契機に、立会外取引による株券等の買付け等によってその所有割合が 3 分の 1 を超える場合には、公開買付けが強制されることになり (旧証券取引法 27 条の 2 第 1 項本文、金融商品取引法もそれが引き継がれている (金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項第 3 号))。以上のように、この事件は、当時の証券取引法の改正に大きな影響を与えたものである。

(2) その増加の要因として、会社支配権の獲得に関する需要の高さ、および、自社株を活用して、相手企業を買収する株式交換制度の導入などがあるといわれている (今川嘉文・相場操縦規制の研究 111 頁 (平成 12 年))。新聞によると、日本企業による海外企業の M&A が 2011 年には総額 5 兆円を超え、過去最高となっている。内需低迷に

危機感を抱いた企業が新興国などに成長の機会を求めたほか、円高を生かして買収攻勢をかける企業も多いと報じられている（日本経済新聞平成23年12月29日の朝刊1面を参照）。

これに対し、純投資または政策投資を目的とする株式の買集めもまた多く見られるところとなっている。

(3) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎・金融商品取引法入門（第2版）374頁（平成23年）。

(4) さらに、株券等保有割合が1パーセント以上増加もしくは減少した場合または大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更があった場合は、5日以内に、変更報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないものとされている（金融商品取引法27条の25第1項本文および金融商品取引法施行令14条の7の2参照）。このような要請は、情報の更新義務を課しているものと解することができるであろう。

(5) これは、経営に対する影響力および株券等の需給関係の変化に関する情報を迅速に投資者に開示することにより投資者保護を図ることを目的として導入されたものであり、企業防衛または産業政策的な観点から、株券等の買集めを直接規制するために導入されたものではない（神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘・金融商品取引法511頁（平成24年）参照）。5パーセント・ルールの導入の目的に関連して、証券取引審議会報告書「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」（平成元年5月31日）は、「企業防衛、産業政策的観点から、株式等の買集めを直接規制すべきとの意見もあるが、証券行政は、公正かつ円滑な証券取引を確保し、投資者保護に資することを目的とするものであると考えられるので、証券行政にこうした企業防衛、産業政策的視点を持ち込むことは適切ではない」と述べている。

(6) 重要提案行為等とは、株券等の発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼす行為を、その株主総会もしくは投資主総会または役員に対して提案する行為をいう（金融商品取引法27条の26第1項および金融商品取引法施行令14条の8の2第1項）。重要提案行為等に該当するものは、政令および内閣府令で具体的に列挙されている（金融商品取引法施行令14条の8の2第1項および株式等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令16条参照）。もともと、それは会社の事業活動の支配を目的とするものを含むが、それに限られておらず、事業活動の支配に関するものよりも広い概念となっている（神崎＝志谷＝川口・前掲注（5）534-536頁参照）。

(7) 「保有目的」においては、「純投資」、「政策投資」、「重要提案行為等を行うこと」等の目的およびその内容について、できる限り具体的に記載するとともに、目的が複数ある場合にはそのすべてを記載することが要求されている（株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第1号様式の記載上の注意(10)を参照）。

(8) 本章は、なにかんずく、後者の問題に焦点を当てて、アメリカ法の展開を明らかにしようとするものである。

(9) 尾崎安央「企業のソフト情報の開示規制とその問題点（1）——米連邦法における議論を参考にして——」早稲田法学67巻1号56頁（平成3年）参照。

アメリカの学説では、ソフト・インフォメーションを、意見、予想、分析およびその他の主観的な評価と定義する

ものが見られるところとなっている (Kerr, A Walk Through the Circuits : The Duty to Disclosure Soft Information, 46 Md. L. Rev. 1071, 1071 n.2 (1987) 参照)。このような定義は、ソフト・インフォメーションという概念が包括的なものであることを示唆しているものといえることができるであろう。

第二節 連邦証券諸法に基づく開示の要請

アメリカにおいては、連邦証券諸法の下で、株券等の取得および保有に関する情報の開示が要求されることとなっている。もっとも、それは、わが金融商品取引法に規定されているいわゆる5パーセント・ルールの制定に先立って、すでに存在していたものである⁽¹⁾。以下においては、アメリカにおいて株券等の取得および保有に関する情報の開示を要求している連邦証券諸法の規定および証券取引委員会 (SEC) の規則の内容を概観することにしよう。

一 持分証券の大量保有に係る報告書の提出

アメリカにおいて、株券等の取得および保有に関する情報の開示は、1934年証券取引所法13条(d)項(1)号および1934年証券取引所法規則13d-1の下で要求されることとなっている。以下では、それらの規定の内容を概観することにしよう。

1 証券取引所法の概要

1934年証券取引所法13条(d)項(1)号⁽²⁾は、以下のような規定となっている。

本法12条に基づいて登録される種類の持分証券、本法12条(g)項(2)号(G)に含まれている適用除外を除いて登録されることを要する保険会社の持分証券、1940年投資会社法に基づいて登録されるクローズド・エンド型投資会社の発行する持分証券、またはアラスカ原住民権利調停法 (Alaska Native Claims Settlement Act) 37条(d)項(6)号にしたがって原住民会社の発行する持分証券の実質的な所有権を直接的または間接的に取得して、直接または間接に、そのような種類の証券の5パーセントを超える実質的な所有者となった者はすべて、その取得から10日以内に、次に掲げる情報、および委員会が公益また

は投資者保護のために必要または適当なものとして規則またはレギュレーションで定める補足情報を記載した報告書を、発行者の本店に対して書留郵便または配達証明郵便で送付するとともに、その証券が取引されている各証券取引所に送付し、かつ委員会に提出しなければならないものとする。

- (A) その者、ならびに、その者によってもしくはその者のために購入がなされまたはなされようとしているその他のすべての者の経歴、素性、居所、国籍およびそのような実質的な所有の性質。
- (B) 購入するために使用または使用しようとする資金その他の対価の出所および総額、ならびにその購入代金の一部がその証券を取得し、保有または取引するために借入れその他の方法により取得した資金その他の対価から成るかまたはその予定である場合は、その取引の説明およびその当事者の氏名。ただし、資金の出所が本法3条a項(6)号に定義されている銀行によって通常の事業の過程でなされている貸付金であるときは、そのような報告書を提出する者が要望する限り、その銀行名を公表しないものとする。
- (C) 購入または購入しようとする目的が証券の発行者の事業の支配権を取得することにあるときは、その者が発行者を清算し、発行者の資産を他の者に売却しもしくは他の者と合併させ、または事業もしくは会社の組織に重要な変更を加えるべきであるとする計画または提案。
- (D) (i)その者および(ii)その者のすべての関係者によって、直接または間接に、実質的に所有されている証券の持分数、それらの者によって取得する権利が存在する証券の持分数ならびに各関係者の経歴、素性、居所および国籍。および
- (E) 発行者の証券に関しあらゆる者と締結したあらゆる契約、合意または了承についての情報。この情報は、あらゆる証券の譲渡、ジョイント・ベンチャー、貸付取引もしくはオプションに関する合意、プット・オプションもしくはコール・オプション、貸付の保証、損失に対する保証もしくは利益の保証、損益の分配または委任状の付与もしくは留保に関するものを含むが、それに限られない。または、そのような契約、合意または了承に加入した相手方の氏名を掲げ、かつそれらの詳細を付与しなければならない。

このように、持分証券の大量保有に関連して、報告書に記載されるべき情報は、13条(d)項(1)号の(A)から(E)にわたって、具体的に列挙されている。なかんずく、持分証券の取得が支配権の取得を目的とするときは、(C)において、その開示すべき内容が規定されている。

以上のように、5パーセントを超えて持分証券の実質的な所有権を取得した者は、発行会社、証券取引所およびSECに対する開示を要求されるとともに、持分証券の取得が支配権の取得を目的とする場合は、発行会社の清算、資産の売却、合併、事業もしくは組織の変更に関する計画または提案があるときに限り、その内容についての開示を要求されるところとなっている。

2 証券取引所法規則の概要

5パーセントを超えて持分証券の実質的な所有権を取得した者は、持分証券の大量保有にかかる報告書に基づく開示を要求されている(1934年証券取引所法13条(d)項(1)号)。それに加えて、SECに対しては、1934年証券取引所法規則13d-1の下で、さらに詳細な開示を要求されている。その(a)項は、以下のような規定となっている。

本条(i)項に明示されている種類の持分証券の実質的な所有権を直接的または間接的に取得して、直接または間接に、そのような種類の証券の5パーセントを超える実質的な所有者となった者はすべて、その取得から10日以内に、委員会に対し、スケジュール13Dによって要求されている情報を記載した報告書を提出するものとする。

以上のように、SECに提出を要する報告書は、スケジュール13Dの書式にしたがって情報を記載することが要求されている。なお、スケジュール13Dの書式は、1934年証券取引所法規則13d-101において規定されている。そこでは、項目1から項目7にわたって、スケジュール13Dを遵守するための記載上の注意がそれぞれ具体的に付記されている。なかんずく、取引の目的に関しては、項目4において、以下のように言及されている。

発行者の証券の取得の目的を記載すること。報告会社の有する計画または提案で、以

下のことに関連し、またはそれをもたらすようなものを記載すること。

- (a) その者による、発行者の証券の追加取得または処分。
- (b) 発行者もしくはその子会社にかかわる合併、会社更生または清算のような、会社の特別な取引。
- (c) 発行者もしくはその子会社の資産の重要な金額での売却または譲渡。
- (d) 取締役の数もしくは条件を変更または存在する取締役会の欠員を補充するあらゆる計画または提案を含む、発行者の現在の取締役会または経営者の改変。
- (e) 発行者の現在の資本構成または配当政策の重要な変更。
- (f) 発行者の事業または会社の組織に関するその他の重要な変更であって、その発行者が登録済のクローズド・エンド型投資会社である場合は、1940年投資会社法13条によって要求されている投資政策の変更をするあらゆる計画および提案を含むが、それに限らない。
- (g) 発行者の定款、附属定款もしくはそれらに相当する証書の変更、または発行者の支配権の取得を阻止するあらゆる者のその他の行為。
- (h) 発行者のある種類の証券を、全米証券取引所での上場を廃止させ、または全米証券業協会のディーラー間市場気配制度（inter-dealer quotation system）で時価を付けさせることの許可を停止させること。
- (i) 発行者のある種類の持分証券が証券取引所法12(g)項(4)号にしたがって登録抹消の資格を有するものとなること。または
- (j) 上記に列挙されているあらゆるものに類似するあらゆる行為。

二 変更報告書の提出

1934年証券取引所法13条(d)項(1)号に基づいて提出を要する報告書の記載事項に重要な変更があったときは、変更報告書の提出を要するものとされている。それは、1934年証券取引所法13条(d)項(2)号および規則13d-2において規定されている。以下では、それらの規定の内容を概観することにしよう。

1 証券取引所法の概要

1934年証券取引所法13条(d)項(2)号⁽³⁾は、以下のような規定となっている。

発行者および証券取引所に送付されている報告書ならびに委員会に提出されている報告書の中で明記されている事実重要な変更が生じたときは、委員会が公益または投資者保護のために必要または適当なものとして定める規則またはレギュレーションにしたがって、変更報告書が発行者および証券取引所に送付されるとともに、委員会に提出されるものとする。

2 証券取引所法規則の概要

SECは、1934年証券取引所法13条(d)項(2)号の規定を受けて、1934年証券取引所法規則13d-2を制定している。そこでは、変更報告書が提出されるべき具体的な状況が明らかにされている。その(a)項は、以下のような規定となっている。

実質的に所有されている種類の証券の保有割合における重要な増加もしくは減少を含むが、これに限らず、規則13d-1によって要求されているスケジュール13Dの中で明記されている事実重要な変更が生じたときは、報告書を提出することを要する者は、その変更を開示する変更報告書を委員会に対しすみやかに提出しまたは提出させるものとする。その種類の証券の1パーセント以上に相当する数量での実質的な所有権の取得または処分は、本条の目的のために「重要な」とみなされるものとする。状況および事情によっては、それに充たない数量での取得または処分も重要なものとみなされる。

三 証券の保有目的の開示とその更新

1 現行法の内容

以上の検討から明らかのように、アメリカにおいては、持分証券の大量保有に関連して、報告書の提出を要するものとされている。具体的には、5パーセントを超えて持分証券の実質的な所有権を取得した場合に、報告書の提出が要求されている。さらに、そこで明記されている事実重要な変更が生じた場合に、変更報告書の提出が要求されている。報告書に記載されるべき情報は、持分証券の取得の目的も含めて、具体的に列挙されている。これらは、わが金融商品取引法の下で規定されている大量保有報告書およ

び変更報告書に相当するものである。

報告書の中で明記されている事実に必要な変更が生じたときは、変更報告書の提出を要するものとされている。したがって、変更報告書の提出は、情報の更新義務を課していることを意味している。もとより、それは、支配権の取得を断念したために、証券の保有の目的に必要な変更があった場合にも妥当するものといつてよい⁽⁴⁾。

2 現行法の限界

もともと、変更報告書は、以下のように、限定的な範囲において、情報の更新義務を課すにすぎないものとなっている。第一に、変更報告書の提出は、報告書に記載されている事実についてのみ要求されるものであって、それ以外の事実について要求されるものではない。第二に、報告書以外でなされた表示については、たとえそれに重要な変更が生じた場合であっても、基本的に、変更報告書の提出は問題とならない⁽⁵⁾。第三に、報告書および変更報告書の提出は、発行者、証券取引所およびSECに対してのみ要求されているにすぎない。すなわち、それは、一般投資者に対し直接に開示されることがない。

それでは、証券の保有の目的に関する開示が報告書以外でなされたものであった場合または一般投資者に対する直接の開示であった場合において、その目的に必要な変更が生じたときは、その開示に関連して、情報の更新義務を生ぜしめることは全くないのであろうか。さらに、報告書に記載を要しない事実については、変更報告書の提出を要しないが、それをもって、一般的な問題として、情報の更新義務を生ぜしめることは全くないといつてよいのであろうか。その問題の理論的な解明に当たっては、さらに詳細な検討を要するものというべきである。

注

(1) アメリカにおける5パーセント・ルール¹の制定の経緯については、並木和夫「株券等の大量保有の開示規制とその問題点」現代英米会社法の諸相 365-367頁（平成8年）を参照。

(2) 日本証券経済研究所編・新外国証券関係法令集アメリカ(Ⅲ) 186-187頁（平成20年）参照。

(3) 日本証券経済研究所編・前掲注（2） 187-188頁参照。

(4) なお、アメリカにおいては、報告書における「保有の目的」の記載の必要性をめぐって、学説上、議論が存在するようである。この問題についての詳細は、並木・前掲注(1)360頁以下を参照。

(5) 報告書以外でなされた表示が同時に報告書でも表示されていた場合、それに重要な変更が生じたときは変更報告書の提出を要する。しかし、それは、あくまでも報告書での表示に重要な変更が生じたがゆえに、変更報告書の提出が要求されるのであって、報告書以外でなされた表示に重要な変更が生じたからといって、そのことのゆえに、変更報告書の提出が当然に要求されるものではない。したがって、このような場合、報告書以外でなされた表示そのものを更新する義務が生じるかどうかという問題を検討することが必要である。

第三節 判例の展開

企業買収の計画を公表し、その後に計画を断念した場合、一般的な問題として、その計画にかかる情報の更新義務を生ぜしめるものというべきであろうか。その問題の理論的な解明に当たっては、判例を素材として検討することが有益である。なぜならば、アメリカでは、判例において、そのような問題を検討するものがいくつか見られるところとなっているからである。以下においては、その代表的な判例であるガルフ・オイル／シティーズ・サービス事件判決⁽¹⁾の検討から始めることにしよう。

一 ガルフ・オイル／シティーズ・サービス事件判決

1 事実の概要

シティーズ・サービス社は、オクラホマ市に本店を置くデラウェア州法上の会社である。メサ社は、シティーズ・サービス社の買収を目的として、およそ2年前から、その株式を買い進めてきた。

1982年6月1日、メサ社は、シティーズ・サービス社に対し、1株50ドルで同社の株式を買い付けることで友好的な企業買収とする提案を行った。しかし、シティーズ・サービス社は、このような提案を拒否し、対抗策として、1株17ドルでメサ社の株式の公開買付けを開始した。これに対し、メサ社は、1株45ドルでシティーズ・サービス社の株式の15パーセントを取得することを内容とする敵対的な公開買付けを開始した。

メサ社による買収が差し迫っていることを懸念して、シティーズ・サービス社は、メ

サ社の提示する価格よりも高い価格で株式の買付けを引き受けてくれるホワイト・ナイトを求めているところ、ホワイト・ナイトとして、石油およびガスの探索、精製および販売を営業とするペンシルヴァニア州のガルフ・オイル社が参入することになった。6月17日の早朝の電話会議で、ガルフ・オイル社とシティーズ・サービス社の双方の最高執行役員は、取締役会での承認を条件として、ガルフ・オイル社が1株63ドルでシティーズ・サービス社の株式の51パーセントを公開買付けすることで合意をするに至り、ガルフ・オイル社の取締役会は、全員一致で、それを承認した。ガルフ・オイル社は、公開買付けの終了後、シティーズ・サービス社を吸収合併する予定であることを公表した。6月22日、ガルフ・オイル社は、8月7日を期限として、シティーズ・サービス社の株式の公開買付けを開始した。同社の最高執行役員は、合併を実現させるために「最大の努力」を払うと述べて、合併の実現への並々ならぬ意欲を表明した。

しかし、その後、連邦取引委員会（FTC）がその合併に反対し、その阻止を求めて提訴したために、合併の計画が破綻した。そこで、1982年の6月17日から8月7日までにシティーズ・サービス社の株式を購入した者およびガルフ・オイル社の実施した株式の公開買付けに応じたシティーズ・サービス社の株主等が、ガルフ・オイル社とその役員および取締役を相手に、1934年証券取引所法10条(b)項および規則10b-5等の違反を理由とするクラス・アクションを連邦のニューヨーク南部地区地方裁判所に提起した。原告は、7月13日の取締役会の時点で、合併にかかる意思の著しい変化が被告にあったために、もはや買収への関心を失っていたのであって、被告はそのような意思の変化を開示する義務を負担するものと主張した。これに対し、被告は、公開買付けの開始の当初から、合併の実現はきわめて不確実なものであることを原告に対して警告するものであったことから、そのような義務を負担することがないと主張して、略式判決を求める申立てを行った。

地方裁判所は、あらまし以下のように判示して、原告の請求の一部を認容したが、一部を破棄している。

2 判決の要旨

合併にかかる意思の著しい変化を開示する義務を負担することがないとする被告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「客観的に立証可能な要因が合併に対する当事者の態度に著しい変化——『以前に開示されていた態度……の顕著な変更』——をもたらすときは……、証券諸法はすでに開示されている意向が訂正されるべきであることを要求するであろう。ここで問題となることは、取引についての被告の所見が、7月12日ないし13日の時点で、先行する表示、すなわち、最大の努力を払うが、一定の予期せぬことが（取引の）成立を阻止するかもしれないということ——を重要な事項について誤解を生ぜしめるものとするほど相当に変化していたかどうかである。

原告にもっとも有利な観点で鑑みるときは、証拠は、7月13日までに、取引についての被告の賛意が後退し、（取引の）中止の蓋然性がきわめて高いものとなったことを明らかにしている。……

これらの事実を鑑みるならば、合理的な陪審であるならば、7月13日までに、被告は、合併を実現しようとする過去の言質から顕著な変更をしたものであり、直ちに取引を中止しようとしていたと結論することができるものであった。……

シティーズ・サービス社の主張されている石油の埋蔵量について意見の相違があったことおよびもしもシティーズ・サービス社が石油の埋蔵量について現実に不実の表示をしていたら……ガルフ・オイル社が取引を中止する権利の行使をすることを検討していたことを開示していたら、十分であっただろう。したがって、このような請求について略式判決を求める被告の申立ては拒絶されなければならない。」

3 企業買収の計画に関する表示の性質

判決は、公表されたときに正確である表示を自発的に公表するときは、その後の事象に鑑みて、それが重要な事項について誤解を生ぜしめるものとなるならば、その表示を更新する義務を有する⁽²⁾とした先例の説示を引用することによって、更新義務の存在を肯定する見解を採用することを明らかにした。これを前提に、判決は、合併を実現させるために「最大の努力」を払うとした先行する表示に注目して、その後の意思が先行する表示を重要な事項について誤解を生ぜしめるものとするほどに相当の変更を生じた場合、被告にそれを更新する義務を生ぜしめるものと説示している⁽³⁾。

したがって、このような説示からは、そのような義務を負わせる結論を導くための前提として、合併にかかる意思の変更があったことの認定が必要となってくる。その認定

に当たり、判決は、ガルフ・オイル社のエンジニアがまさにその欲する資産であったシティーズ・サービス社の発表した石油の埋蔵量に関する数値に異議を唱えていたこと、1株63ドルという買付価格がガルフ・オイル社の株主、複数のマーケット・アナリストおよび格付機関から相当な批判を受けていたこと、合併で期待される税法上有利な規定の適用を受けることができなくなることを懸念していたこと、ならびに6月10日におけるOPECの価格協定の崩壊によってガルフ・オイル社が石油価格の上昇の予想を修正することを余儀なくされたこと⁽⁴⁾に注目している。判決は、これらの事実を、買収を断念したことの証拠として採用し、被告に先行する表示を更新する義務を生ぜしめる意思の変更があったものと認定したのである。

ここで問題となっている意思に関する表示は、経営者の意図を意味するものといつてよい。もっとも、それは、現在の経営者の計画を示すものであるとともに、経営者の期待を示すものでもある⁽⁵⁾。したがって、このような表示は予想、予見または予測に類似する特徴を有するものであるが、それはまた既成事実の表示にも類似する特徴をも有するものといえる⁽⁶⁾。そのような表示は、不実表示の責任の側面および更新義務の側面に関連して、次のように論じることができるであろう。すなわち、意思の表示は、なされたときは正確であったがゆえに、その表示をした者は不実表示の責任に直面することがない。しかし、その意思に変更があったときは、その表示を更新する義務に直面することになるのである⁽⁷⁾。

したがって、更新義務との関連において、判決は、予想、予見または予測の場合に適用される分析を意思の表示に採用したものとすることができる⁽⁸⁾。

二 フィリップス・ペトロレウム事件判決

企業買収の計画に関する情報に関連して、更新義務が発生するかどうかという問題は、ガルフ・オイル／シティーズ・サービス事件判決のように、連邦の地方裁判所の判決においてのみならず、控訴裁判所の判決においても、検討の対象とされている。以下においては、そのような例として、フィリップス・ペトロレウム事件判決⁽⁹⁾を検討することにしよう。

1 事実の概要

1982年12月、メサ社は、グレート・アメリカン社の株式の敵対的な公開買付けを開始した。これに対抗し、グレート・アメリカン社は、メサ社による買収を阻止するために、フィリップス・ペトロレウム社と合併の交渉を開始した。しかしながら、翌月の初旬に、両社は据え置き協定(Standstill Agreement)を締結することにより、和解が成立した。その内容は、メサ社がグレート・アメリカン社にその保有する株式を売却し、以後5年間にわたり、その株式を取得しないものとする引き換えに、メサ社の要した費用をグレート・アメリカン社が補償するというものであった。なお、そこでは、メサ社によるフィリップス・ペトロレウム社の株式の取得の問題については、何ら言及するところがなかった。

1984年11月22日、メサ社は、フィリップス・ペトロレウム社の普通株式の購入を開始した。同社は、12月4日にプレス・リリースを発して、フィリップス・ペトロレウム社の社外株式のおよそ5.7パーセントを取得したことを公表するとともに、1株60ドルでフィリップス・ペトロレウム社の普通株式の1500万株の公開買付けを実施することを発表した。さらに、そこでは、メサ社が「フィリップス・ペトロレウム社のすべての株主(に利用可能な条件)と同一の(条件に相当する)場合を除いて、フィリップス・ペトロレウム社にその所有する株式を売却する意思がない」ことを明示した。

翌日、メサ社は、スケジュール13Dを提出し、メサ社の公開買付けの目的がフィリップス・ペトロレウム社の支配権の取得にあることを明らかにした。さらに、その翌日、メサ社の最高執行役員であるブーン・ピケンズ氏は、全国放送のテレビのニュース番組に出演して、「われわれが(フィリップス・ペトロレウム社にその株式を)売却することを検討する唯一の方法は、すべての株主(に利用可能な条件)と同一の(条件に相当する)申し出をする場合である」と明白に述べた。

このようなメサ社の行動を受けて、フィリップス・ペトロレウム社は、買収を阻止するために、メサ社に対し、メサ社とグレート・アメリカン社との間で締結されている据え置き協定はフィリップス・ペトロレウム社の買収に関しても適用されるものと主張して、公開買付けの差止めを求める訴訟を提起して対抗した。しかし、それとともに、同社は、メサ社との水面下での交渉を探り、中立の第三者であるフロム氏を介して、和解での解決を図ろうとした。同社は、12月7日から数回にわたり、フロム氏を介して、メ

サ社の保有する同社の株式を買取る旨の申し出を行ったが、ピケンズ氏はすべての株主を同一に扱うものでないことを理由にこれを拒否してきた。

フィリップス・ペトロレウム社の主張を排斥した12月20日のデラウェア衡平法裁判所の判決を受けて、フィリップス・ペトロレウム社の役員は、メサ社と本格的な交渉をしなければならないことを決意し、その翌日から数回にわたって交渉を重ね、メサ社に対し、資本構成の変更の計画を提案した。それは、フィリップス・ペトロレウム社の普通株式の29パーセントを1株60ドルの価格で債務証券と交換するとともに、新たに発行する2750万株を1株50ドルと推定される市場価格で従業員持株会に売却し、それを公開市場で買戻すことに加えて、収益の低い資産の売却ならびに費用および資本支出の削減をすることを含むものであった。

12月23日、メサ社は、フィリップス・ペトロレウム社のその他のすべての株主が取得することのできない価格で、フィリップス・ペトロレウム社に株式を売却することでフィリップス・ペトロレウム社と合意をするに至り、和解が成立した。なお、その合意と引き換えに、メサ社は、フィリップス・ペトロレウム社からプット・オプションを付与されている。その内容は、資本構成の変更の計画が株主総会で承認されないことを条件として、1株53ドルでフィリップス・ペトロレウム社にその株式を売却することができるというものであった。メサ社は、その翌日にスケジュール13Dを修正して、支配権の取得を断念することでフィリップス・ペトロレウム社と合意をするに至ったために、その保有するフィリップス・ペトロレウム社の株式を売却する予定であることを明らかにした。これに反応して、フィリップス・ペトロレウム社の株価が1株45ドルまで下落した。

そこで、1984年の12月5日から21日までにフィリップス・ペトロレウム社の株式を購入した者が、1934年証券取引所法の10条(b)項および13条(d)項(1)号ならびに規則10b-5などの違反があったことを理由に、フィリップス・ペトロレウム社ならびにメサ社およびその最高執行役員であるピケンズ氏を相手とするクラス・アクションを連邦のデラウェア地区地方裁判所に提起した。なお、原告は、その後、フィリップス・ペトロレウム社と和解をしたために、フィリップス・ペトロレウム社に対する訴えの取下げを行った。

原告は、スケジュール13Dの表示に重要な変更があったときはすみやかに修正しなけ

ればならないにもかかわらず、メサ社がそれを怠ったことにより、損害が発生したのであり、買収の意思の変更をすみやかに開示しなかったことについて、被告に責任があると主張した。これに対し、被告は、略式判決を求める申立てを行った。

地方裁判所は、原告の請求を棄却し、被告に有利な判決を下した。これに対し、原告が控訴していたところ、連邦の第3巡回区控訴裁判所は、あらまし以下のように判示して、地方裁判所の判決の一部を認容したが、一部を破棄して、事件を原審に差し戻している。

2 判決の要旨

買収の意思の変更をすみやかに開示しなかったことについて被告に責任があるとする原告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「……メサ社の意思の変更を頒布することの遅れは、直接に原告の損害を生ぜしめたものではありえない。原告のクラスは、1984年の12月5日から21日までにフィリップス・ペトロレウム社の株式を購入した者と定義されている。……原告は、12月21日の金曜日に株式市場が終了するまでに（メサ社の）意思の変更（があったこと）についての証拠を何も提出していない。しかし、12月24日の月曜日の朝に株式市場が開始して初めてそこで株式を売却することができるのであるから、意思の変更を公表する（ときである）日曜日の夜と金曜日の夜の差異は、原告の機会を不利に変更させたものではないであろう。したがって、このような記録からは、陪審は、メサ社が意思の変更を公表することを遅らせたと合理的に結論することができないものであった。原告のクラスが1984年の12月21日より後で（フィリップス・ペトロレウム社の株式を）購入した者を含まないがゆえに、メサ社が週末を過ぎてその意思を変更したとするならば、その公表の遅れがどれほど原告に損害を生ぜしめたかを把握することは困難である。なぜならば、原告は、フィリップス・ペトロレウム社の株式をすでに購入していたからである。」

3 更新のタイミング

判決は、意思の変更があった場合、先行する意思の表示を更新する義務が生じるものとして、更新義務の存在を肯定する見解を採用している。この点について、ここでは、次のように説示されている。

「先行する表示がなされたときは真実であったが、修正されないままであるならば誤解を生ぜしめるものであった場合、その表示を訂正する義務の存在することは疑問の余地がありえない。」⁽¹⁰⁾

このような見解を前提として、判決は、買収にかかるメサ社の意思の変更に関する表示に焦点を当てて検討を加えている。もっとも、ここで問題となっているのは、意思の変更に関する表示がすみやかになされたものであったかどうかということである。スケジュール 13Dの中で明記されている事実に重要な変更が生じたときは、その変更を開示する変更報告書をすみやかに提出しなければならないものとされている(1934年証券取引所法規則 13d-2参照)。しかし、そこでいう「すみやかに」という文言の意味するところが法文上明らかでないために、何をもち「すみやかに」といえるのかが問題となってくる。この点に関連して、判決は、次のような見解を表明するに留まっている。

「このような状況において要求することができるのは、意思の変更の通知が適時に頒布されるべきであるということにすぎないとわれわれは信じる。」⁽¹¹⁾

どの程度の時間で意思の変更の通知が行われるならば「適時に」頒布されたといえるかは、それぞれの事案の状況に応じて異なるものといわざるをえない⁽¹²⁾。もっとも、判決は、その具体的な判断基準を明示することなく、メサ社の意思の変更を頒布することの遅れが直接に原告の損害を生ぜしめたものでありえないと判示して、事案の解決をもたらしている。

4 不実表示の責任と更新義務の関係

ところで、先行する表示について更新義務を生ぜしめるためには、その前提として、その表示について不実表示の責任が生じていることを要するのであろうか。この点に関連して、判決は、傍論において、次のような所見を述べている。

「……意思の表示はなされたときに真実である必要があるにすぎない……。すなわち、その後の意図の変更は、それだけで、(1934年証券取引所法) 10条(b)項および規則 10b-5の下で訴訟原因を生ぜしめるものではないであろう。同じように、当事者の最初の意思の表示の変更は、それだけで、最初の表示が不実の表示であったことを証明するものでないことは明瞭であるとわれわれは考える。」⁽¹³⁾

このような説示に続いて、判決は、意思の変更の通知が適時に頒布されるべきである

と述べている。これは、意思の変更があった場合に先行する表示を更新する義務を生ぜしめるとしても、先行する表示が不実の表示に当たるとは限らないことを明らかにするものである。そのことは、先行する表示について、不実表示の責任が問われない場合であっても、更新義務を生ぜしめる場合がある⁽¹⁴⁾ことを示唆するものといえることができるであろう。

三 メリディアン事件判決

買収の意思または意図に関する情報の開示は、さらに検討を要する困難な問題を含んでいる。会社は常に意図の開示をするとは限らない。会社を取り巻くさまざまな事情を勘案して、場合によっては、意図を開示しないこともありうるところである。しかし、意図の明示がなくても、その意図を推測することのできる表示——黙示的な表示——をしている場合がある。

それでは、このような場合において、その後に意図の変更があったとき、会社はそれを開示する義務を負うものというべきであろうか。以下においては、メリディアン事件判決⁽¹⁵⁾を素材として、この問題を検討することにしよう。

1 事実の概要

メリディアン・バンコプ社は、銀行および権原保険（不動産の権原に瑕疵がないことを保証する保険）の営業を展開する会社である。同社は、貸付債権の性質、収益、収入および純資産、権原保険会社の価値および成果ならびに将来の収益の予測にわたって表示を行っており、それは、権原保険会社の成果を強調するものであった。

しかし、それらの表示は1934年証券取引所法10条b項および規則10b-5などに違反する不実の表示に当たるものとして、1989年の8月16日から1990年の9月26日までにメリディアン・バンコプ社の株式を購入した者が、メリディアン・バンコプ社の役員および取締役を相手とするクラス・アクションを連邦のペンシルヴァニア東部地区地方裁判所に提起した。

原告は、第一に、被告が権原保険会社の状況および将来の見通しについて不実の表示をしたと主張するとともに、第二に、メリディアン・バンコプ社の貸倒引当金の妥当性および貸付債権の性質について不実の表示をすることにより、同社の収益、資産およ

び純資産を著しく誇張するところがあったと主張した。これに対し、被告は、原告の第一の主張について、権原保険会社の売却の可能性を開示する義務がそもそも存在しないと反論して、原告は救済が認められるような請求を主張していないことおよび詐欺の具体的な訴答がないことを理由に、訴え却下の申立てを行った。

地方裁判所は、あらまし以下のように判示して、原告の請求を認容した。

2 判決の要旨

権原保険会社の売却の可能性を開示する義務がそもそも存在しないとする被告の主張について、判決は次のように述べて、これを排斥した。

「被告は、沈黙は『開示義務がないならば、規則 10b-5 の下で誤解を生ぜしめることがない』という（点で）正当なものであるとしても、……そのような原則はこのような事案に適用可能なものでない。原告は、メリディアン・バンコープ社は、権原保険会社の営業の成功を強調することによって、その他の問題の多い銀行持株会社との識別をしていたと主張してきた。業績の良くない会社が売却されなければならないことが被告において明瞭なものとなったときは、先行する表示が重要なものであるならば、被告はメリディアン・バンコープ社の権原保険の営業に関する先行する表示を訂正する義務を有するものであった。……したがって、当裁判所は、被告が四半期報告書で公開されている表示を修正する義務を有しないものであったとする被告の類似する主張とともに、メリディアン・バンコープ社が権原保険会社の売却の可能性を開示する義務を有しないものであったとする被告の主張を排斥する。」

3 黙示的な表示と更新義務の関係

判決は、会社の将来の見通しにかかる更新義務の存否を検討するに当たり、権原保険会社の営業の成功を強調する表示に注目している。その表示は権原保険の事業を売却する意思がないことを推測することができるものであり、その意味において、意思の黙示的な表示である。判決は、このような表示との関係で、その後意思の変更があったとき、それを開示する義務が生じるかどうかの検討を加えている。

判決は、一般論として、ベーシック社 対 レビンソン事件判決⁽¹⁶⁾を引用して、沈黙は誤解を生ぜしめることがないものと述べている。しかし、本件における状況の下で

は、メリディアン・バンコプ社が権原保険会社の営業の成功を強調することによって業界の競争相手との比較で優位に立っているとの表示をしており、このような表示からは、権原保険の事業を売却する意思のないことが推測されるところである⁽¹⁷⁾。したがって、ここでは、たとえ意思の明示がなくても、単なる沈黙とは異なり、意思の黙示的な表示があったものと解することができる。このような事情に照らして、判決は、「業績の良くない会社が売却されなければならないことが被告において明瞭なものとなったときは、先行する表示が重要なものであるならば、被告はメリディアン・バンコプ社の権原保険の営業に関する先行する表示を訂正する義務を有する」ものと判示して、会社の将来の見通しを更新する義務を生ぜしめるものと結論したのである。

判決は、会社の成功に対する信頼から業績の良くない会社の売却の可能性に至る意思の黙示的な変更でさえも、更新義務を生ぜしめることを明らかにするものである⁽¹⁸⁾。そのことは、意思の明示がなくても、その意思を推測することのできる表示があった場合において、その後に意思の変更があったときは、更新義務を生ぜしめうることを示唆するものである。ここに判決の意義を認めることができるであろう。

四 判例理論のまとめ

ガルフ・オイル／シティーズ・サービス事件判決およびフィリップス・ペトロレウム事件判決は、ともに、企業買収の意思を公表した後で意思の変更があった場合、先行する意思の表示を更新する義務を生ぜしめるかどうかという問題について検討を加えた初期の判例であるといわれている。それらの判決は、意思の表示に関して、事実の表示および予測の表示の類似性を強調する分析を採用したものと評価することができるであろう⁽¹⁹⁾。

すなわち、フィリップス・ペトロレウム事件判決は、事実の表示と同じように、意思の表示がなされたときに正確なものであるならば、その表示をした者は、表示そのものについての責任を負うことがないと述べている⁽²⁰⁾。その結果、表示がなされたときに正確である場合は、訂正義務が存在しないことになる⁽²¹⁾。しかしながら、それとともに、ガルフ・オイル／シティーズ・サービス事件判決およびフィリップス・ペトロレウム事件判決は、予測の表示と同じように、その後の事象が会社の意思を修正し、かつあらゆる意思の表示を更新する義務をもたらしうることを強調したのとなっている⁽²²⁾。

ガルフ・オイル／シティーズ・サービス事件判決およびフィリップス・ペトロレウム事件判決の以降に現れているその後の判例においても、先行する意思の表示を更新することの重要性が強調されている。たとえば、タイム・ウォーナー社事件判決⁽²³⁾は、この点に関連して、次のような説示をしている。

「会社が特定の事業目標に向かって進もうとし、目標とともにその達成のために考えられている手段を公表するときは、別の手段が積極的かつ真剣に検討されている場合、それを達成するための別の手段を開示する義務を負担しうる。」⁽²⁴⁾

したがって、判例法においては、企業買収の計画を公表し、その後に計画を断念した場合、一般的な問題として、その計画にかかる情報の更新義務を生ぜしめるものと解されているといつてよいであろう。

注

(1) *In re Gulf Oil/Cities Service Tender Offer Litigation*, 725 F.Supp. 712 (S.D.N.Y. 1989) .

(2) *Greenfield v. Heublein, Inc.*, 742 F.2d 751, 758 (3d Cir. 1984) ; *Ross v. A.H. Robins Co.*, 465 F.Supp. 904, 908 (S.D.N.Y. 1979) .

(3) *Gulf Oil/Cities Service*, 725 F.Supp. at 748.

(4) *Ibid.*

(5) *Gwyn & Matton, The Duty to Update the Forecasts, Predictions, and Projections of Public Companies*, 24 *Sec.Reg.L.J.* 366, 383 (1997) .

(6) *Ibid.*

(7) *Ibid.*

(8) *Ibid.*

(9) *In re Phillips Petroleum Securities Litigation*, 881 F.2d 1236 (3d Cir. 1989) .

(10) *Id.* at 1245.

(11) *Ibid.*

(12) *Id.* at 1246.

なお、連邦証券取引委員会（SEC）も、この点に関連して、次のような見解を述べるに留まっている。

「スケジュール13Dの変更報告書（の提出）がどのような場合に『すみやかな』ものであるかを決定するための明

確な基準が採用されてこなかった。……政策的に配慮すべき事柄は、『すみやかな』変更報告書（の提出）の要件が特定の事案の状況に適合するように柔軟に解釈されるべきであることを示すものである。」（In the Matter of Cooper Laboratories, Inc., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83,788, at 87,526 (June 26, 1985)）。

- (13) Phillips Petroleum, 881 F.2d at 1245.
- (14) Gwyn & Matton, supra note 5, at 383.
- (15) In re Meridian Securities Litigation, 772 F.Supp. 223 (E. D. Pa. 1991) .
- (16) Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 239 n. 17 (1988) .
- (17) Gwyn & Matton, supra note 5, at 384.
- (18) Id. at 385.
- (19) Ibid.
- (20) Ibid ; Phillips Petroleum, 881 F.2d at 1245 参照。
- (21) Gwyn & Matton, supra note 5, at 385.
- (22) Ibid.
- (23) In re Time Warner Inc. Securities Litigation, 9 F.3d 259 (2nd Cir. 1993) .

なお、本件判決の紹介については、龍田節「発行者の会社情報開示」証券取引における自己責任原則と投資者保護 40-42 頁（平成8年）参照。

- (24) Time Warner Inc., 9 F.3d at 268.

第四節 おわりに

アメリカにおいては、ソフト・インフォメーションの開示に関連して、どのような場合に更新義務が発生するかという問題をめぐって、詳細な検討が加えられるところとなっている。もっとも、すでに述べたように、ソフト・インフォメーションは包括的な概念であって、性質の異なるさまざまな情報を含むものとなっている。そこで、ソフト・インフォメーションのうち、企業買収の計画および意思の表示に焦点を当てて、更新義務の存否をめぐるアメリカ法の展開を明らかにすることを目的として検討を試みたものである。

すでに述べたように、アメリカにおいては、5パーセントを超えて持分証券の実質的

な所有権を取得した場合に、報告書の提出が要求されている（1934年証券取引所法13条(d)項(1)号および1934年証券取引所法規則13d-1）。さらに、そこで明記されている事実に重要な変更が生じた場合に、変更報告書の提出が要求されている（1934年証券取引所法13条(d)項(2)号および規則13d-2）。したがって、変更報告書の提出は、情報の更新義務を課しているものといつてよいであろう。

しかし、変更報告書の提出は、限定的な範囲で、情報の更新義務を課すにすぎないものとなっている。したがって、企業買収の計画を公表し、その後に計画を断念した場合、一般的な問題として、その計画にかかる表示の更新義務を生ぜしめるかという問題の理論的な検討をする必要があるといつてよいであろう。

意思の表示は、事実の表示に類似する性質を有するものとなっている。したがって、意思の表示については、それがなされたときに真実であるならば、その表示について不実表示の責任を問われることがない。

しかし、そのことは、不実表示の責任を問われることがないならば、当然に更新義務を生ぜしめないものと解されることを意味するものではない。なぜならば、意思の表示は、予測の表示に類似する性質を有するものでもあるからである。すでに検討したところから明らかのように、アメリカの判例法においては、その後の意思の変更によって、先行する表示が重要な事項について誤解を生ぜしめるものとなった場合、その表示を更新する義務を生ぜしめるものと解されているのである。

このように、意思または計画に関する表示は、事実の表示と予測の表示の双方の性質を有するものとなっている⁽¹⁾。フィリップス・ペトロレウム事件判決の示唆するように、そのような表示については、不実表示の責任が問われない場合であっても、更新義務を生ぜしめることがある。したがって、その義務を怠った場合には、その違反による責任を問われることがあるのである。

注

(1) 意思の表示に関する更新義務の問題は、将来に関する情報の更新義務の問題とは区別されるべきものであると指摘する学説がある（Gwyn & Matton, *The Duty to Update the Forecasts, Predictions, and Projections of Public Companies*, 24 Sec. Reg. L. J. 366, 382 (1997) 参照）。それはこのような理由に基づくものである。

第六章 アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革とその効果

第一節 はしがき

アメリカにおいては、投資者が証券民事訴訟を提起するに当たり、連邦法によるものであるか州法によるものであるかにかかわらず、クラス・アクションが利用されることが多い。なかんずく、証券詐欺によって損害を蒙った投資者が民事責任を追及するに当たり、クラス・アクションが活用されることとなっている。

このような証券民事訴訟の制度は、投資者の保護を図るために、きわめて重要な意味を有するものといえることができるであろう。しかし、それを利用して、濫用的な訴訟および実体的な理由のない訴訟を提起することによって、そのような制度の意義を損なうことが許容されてはならない⁽¹⁾。

しかるに、アメリカにおいては、和解をねらって、取るに足りない証券民事訴訟を提起するというように、証券民事訴訟の濫用——なかんずく、クラス・アクションを利用した証券民事訴訟の濫用——が以前から見られることとなっている。そこで、このような証券民事訴訟の濫用を抑止するために、連邦議会は、1995年証券民事訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995——以下、単に「改革法」という）⁽²⁾を制定した。それは、連邦証券諸法に基づく民事訴訟に対して、訴答要件の強化を図るとともに、取るに足りない訴訟の提起に対して制裁を課すことなどを内容とするものである。その立法の趣旨は、証券民事訴訟の濫用にかかるクラス・アクションを制限しようとするところにある。

しかし、それは、州法に基づく証券民事訴訟を提起することによって、改革法の適用を回避することができるものとなっており、その結果、証券クラス・アクションの提起が連邦裁判所から州裁判所に移行し、または州籍の相違に基づく証券クラス・アクションで州法に基づく救済を求めるといった事態をもたらした⁽³⁾。

そこで、このような弊害に対処するために、連邦議会は、1998年証券訴訟統一基準法（Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998——以下、単に「統一基準法」という）⁽⁴⁾を制定した。これにより、1933年証券法16条に(b)項から(f)項までを追加するとともに、1934年証券取引所法28条に(f)項を追加するところとなっている。そこで

は、州法に基づき、証券の購入または売却に関連して、重要な事実について不実の表示もしくは記載漏れがあったこと、または、被告が相場操縦的もしくは欺罔的な策略もしくは術策を利用したことを主張するクラス・アクションは、民事訴訟の当事者によって、いかなる連邦裁判所または州裁判所においても、これを継続することができないものと規定されている（1933年証券法16条(b)項ならびに1934年証券取引所法28条(f)項1号(A)および(B)を参照）。その立法の趣旨は、連邦裁判所から州裁判所への証券クラス・アクションの提起の移行を阻止しようとするところにある。

統一基準法は、州法に基づくクラス・アクションについて、連邦法の専占を容認するものである。したがって、改革法の適用を回避するために、州法に基づくクラス・アクションを州裁判所へ提起したとしても、統一基準法によって、州法の適用が排除されるものとなっている。

以上のように、アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革は、改革法および統一基準法の制定を契機とするものであったといえることができるであろう。それでは、現時点において、このような一連の改革が、証券民事訴訟の濫用の抑止をもたらしたものであることができるのであろうか。以下においては、この問題を評価するために必要な規定に焦点を当てて、証券民事訴訟制度の改革の概要を明らかにするとともに、アメリカにおいて、このような一連の改革がどのような効果を生ぜしめたかを、判例および学説を素材として、検討することにしてしよう。

注

(1) この点に関連して、1995年証券民事訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995）の法案説明書においては、次のように説明されている。

「証券民事訴訟の制度は、アメリカの資本市場の完全性にとって、きわめて重要なものであるがゆえに、濫用的な訴訟および実体的な理由のない訴訟を提起することにより、金員をせしめようとする者によって、このような制度が損なわれることを許容することができない。」（H. R. Conf. Rep. No. 104-369, 104th Cong., 1st Sess. 31 (1995)）

(2) 改革法の全般にわたる紹介については、たとえば、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頁以下（平成9年）などがある。

(3) Loewenstein, *Merrill Lynch v. Dabit* : Federal Preemption of Holders' Class Actions, 34 Sec. Reg. L. J.

209, 210 (2006) 参照。

(4) 統一基準法の概略については、尾崎安央「アメリカにおけるソフト情報開示の最近の展開」比較会社法研究 180-181 頁 (平成 11 年) および栗山修「1998 年米国連邦証券訴訟統一基準法について」国際商事法務 29 巻 10 号 1208-1211 頁 (平成 13 年) 参照。

第二節 証券民事訴訟制度の改革の概要

改革法は、証券民事訴訟の濫用を抑止するために、指導的原告の選任、訴答要件の強化、証拠開示手続の停止、将来情報の開示に対するセーフ・ハーバーの制定、損害賠償額の制限、濫用的な訴訟に対する強制的な制裁および比例責任の導入にわたって、法的な整備を図ったものである。それに加えて、統一基準法は、改革法を補完するものであり、州法に基づくクラス・アクションについての連邦法の専占を規定したものとなっている。以下においては、これらの概要を明らかにすることにしよう。

一 指導的原告の選任

クラス・アクションを提起した原告は、20 日以内に、クラスの構成員に対し、国内に広く流通しているビジネス向け刊行物またはワイヤ・サービスを通じて、クラス・アクションが係属中であること、その請求の内容ならびにクラスの期間を公告しなければならない (1933 年証券法 27 条(a)項(3)号(A)(i)および 1934 年証券取引所法 21D 条(a)項(3)号(A)(ii)を参照)⁽¹⁾。その公告後 60 日以内に、クラスの構成員は、裁判所に対し、その原告を指導的原告とするように申立てをすることができる。これを受けて、裁判所は、公告から 90 日以内に、クラスの構成員の利益を最も適切に代表することができる者と判断する者を、指導的原告として指名するものとされている (1933 年証券法 27 条(a)項(3)号(B)(i)および 1934 年証券取引所法 21D 条(a)項(3)号(B)(i)を参照)。

なお、指導的原告を選任するに当たり、訴状を提出し、または公告に応じて指導的原告の申立てをした者で、クラスの求める救済に最も大きな経済的利益を有する者であり、かつ連邦民事訴訟規則 23 条の要件を充足する者を、最も適切な原告として、裁判所が推定するものとされている (1933 年証券法 27 条(a)項(3)号(B)(iii)(I)および 1934 年証券取

引所法 21D条(a)項(3)号(B) (iii) (I)を参照)。

このような指導的原告が、裁判所の同意の下で、訴訟代理人を選任することができるものとされている(1933年証券法 27条(a)項(3)号(B) (v)および1934年証券取引所法 21D条(a)項(3)号(B) (v))。

このような規定の趣旨は、いわゆる裁判所への競争を弱めようとするとともに、職業的原告⁽²⁾の訴訟の提起を阻止しようとするところにある。さらに、このことに関連して、弁護士が訴訟を扇動する状況において、いわば弁護士が原告を選任するという現実を改善しようとしたものである⁽³⁾。

二 訴答要件の強化

重要な事実について真実でない表示をし、または、表示がなされた当時の状況に鑑みて、表示が誤解を生ぜしめないものとするのに必要な重要な事実を省略したと原告が主張する民事訴訟においては、原告の申立ては、誤解を生ぜしめたと主張するそれぞれの表示、その表示が誤解を生ぜしめる理由、および、そのような主張が情報および確信に基づく場合は、その確信を形成するすべての事実を具体的に主張しなければならないものとする(1934年証券取引所法 21D条(b)項(1)号)とともに、被告が特定の精神状態で行為した場合は、その強い推論を生じさせる事実を具体的に主張しなければならない(1934年証券取引所法 21D条(b)項(2)号)ものとされている。原告の申立てがこのような要件を充足しないときは、裁判所は、その申立てを却下するものとされている(1934年証券取引所法 21D条(b)項(3)号(A))。

1934年証券取引所法 21D条(b)項(1)号の規定は、連邦民事訴訟規則 9条(b)項の要件を強化するものであって、原告の申立てにおいて、被告のどの表示が虚偽であり、それがなぜ虚偽であるかを指摘しなければならないことを強制するものである。これに対し、(2)号の規定は、故意に関連して、被告が特定の精神状態で行為したという強い推論を証明する事実を訴答しなければならないことを原告に要求するものである⁽⁴⁾。

連邦民事訴訟規則 9条(b)項は、原告が詐欺の主張を具体的に訴答しなければならないことを要求するものとなっている。しかし、それは、証券民事訴訟の濫用を阻止するものとして機能していない⁽⁵⁾。さらに、連邦民事訴訟規則 9条(b)項の要件の解釈に当たり、連邦の巡回区控訴裁判所においては、見解の対立が生じている。したがって、このよう

な規定の趣旨は、実体的な理由のない訴訟を減少させるために、判例法よりも厳格で統一的な訴答要件を確立しようとしたところにある⁽⁶⁾。

三 証拠開示手続の停止

あらゆる訴え却下の申立てが係属している間は、裁判所が証拠を保全しまたは不当な不利益を防止するのに必要であると認定しない限り、証拠開示手続およびその他の訴訟手続は停止されるものとする（1933年証券法27条(b)項および1934年証券取引所法21D条(b)項(3)号(B)）。

証拠開示手続の停止は、停止される「ものとする (shall)」という規定の文言が示すように、強制的かつ自動的なものとなっている⁽⁷⁾。

また、そこで規定されている「その他の訴訟手続」の停止は、改革法の目的——被告にかかる訴訟のコストを減少させることによって、証券民事訴訟の改革を遂行すること——に適合するものである。株価の下落によって提起される嫌がらせ訴訟が最終的に却下されるであろう訴訟手続において防御するのにかかる多額の費用を被告である会社に使わせないようにすることをねらったものである⁽⁸⁾。

したがって、このような規定の趣旨は、法外な証拠開示手続の要求——証拠漁りといわれる——およびクラスの認証のような「その他の訴訟手続」でかかる費用の過度な支出を防止しようとするところにある⁽⁹⁾。

四 将来情報の開示に対するセーフ・ハーバーの制定

将来に関する表示が、将来に関する表示として指摘され、かつ将来に関する表示と著しく異なる現実の結果をもたらしうる重要な要因を指摘している意味のある注意を喚起する表示を付加している場合、重要なものでない場合、または、虚偽もしくは誤解を生ぜしめるものであるとの現実の認識をもってなされたことを原告が証明することができない場合は、書面によるか口頭によるかを問うことなく、あらゆる将来に関する表示について責任を負わないものとする規定されている（1933年証券法27A条(c)項(1)号および1934年証券取引所法21E条(c)項(1)号）⁽¹⁰⁾。

将来に関する情報は、投資者が会社の将来の業績を評価するのにきわめて重要な情報である。しかし、そのような情報の開示が取るに足りない訴訟を誘発するとのおそれが

会社経営者をして将来情報の開示をすることを萎縮させてきたと指摘されるところとなっている⁽¹¹⁾。このような状況を改善するために、改革法は、将来情報の開示に対するセーフ・ハーバーを制定し、そのような開示に伴って生じうる証券民事訴訟の濫用を抑止しようとしたものである。

五 損害賠償額の制限

原告が証券の市場価格に依拠して損害額を立証しようとする場合、原告に対する損害賠償額は、原告の証券の購入または売却価格と、被告の不実表示または記載漏れを訂正する情報が市場に頒布された日を初日とする 90 日間の証券の平均取引価格との差額を超えないものとする（1934 年証券取引所法 21D 条(e)項(1)号）。ただし、90 日以内にその証券を売却または再購入した場合においては、原告に対する損害賠償額は、原告の証券の購入または売却価格と、被告の不実表示または記載漏れを訂正する情報が市場に頒布されてから原告がその証券を売却または再購入した日までの平均取引価格との差額を超えないものとする（1934 年証券取引所法 21D 条(e)項(2)号）。

これは損害賠償額についての限度額を規定したものと解することができる⁽¹²⁾。このような規定によって、証券民事訴訟の濫用を抑止することをねらったものであるといえよう。

このような規定は、不実表示または記載漏れを訂正する情報の開示が証券の市場価格の下落を生ぜしめることを前提とするものであろう⁽¹³⁾。もっとも、原告が証券の市場価格の下落を主張または立証することを要するかどうかについては、判例において、見解の対立が生じている⁽¹⁴⁾。

六 濫用的な訴訟に対する強制的な制裁

裁判所は、終局判決を下すに当たり、各訴訟当事者およびその弁護士が申立てとそれに対する訴答に関し、連邦民事訴訟規則 11 条(b)項の要件を遵守したかどうかについて詳細な認定をしなければならない。訴訟当事者およびその弁護士に連邦民事訴訟規則 11 条(b)項の違反があったと認定するときは、裁判所は、それにしたがって制裁を課すものとするとしてされている（1933 年証券法 27 条(c)項(1)号および(2)号ならびに 1934 年証券取引所法 21D 条(c)項(1)号および(2)号）。

制裁は、申立てまたはそれに対する訴答の違反の場合、その違反の直接の結果として蒙った相手方の弁護士報酬およびその他の費用であり、訴状の相当な違反の場合、その訴訟で蒙った相手方の弁護士報酬およびその他の費用であると推定するものとされている（1933年証券法27条(c)項(3)号(A)および1934年証券取引所法21D条(c)項(3)号(A)）。

連邦民事訴訟規則11条(b)項においては、不当な目的で、申立てもしくはそれに対する訴答をし、または、証拠および現行法によって正当化されることのない訴答もしくは申立てをした当事者とその弁護士に対して、裁判所が制裁を課することができるものと規定されている⁽¹⁵⁾。しかし、その制裁の発動は、裁判所の裁量に委ねられているために、この規定を利用して、裁判所が制裁を発動することはほとんどなかったようである。

これに対し、改革法の下で規制されている証券訴訟においては、連邦民事訴訟規則11条(b)項の違反があったと裁判所が認定するときは、制裁を発動することが強制されることとなっている⁽¹⁶⁾。したがって、このような規定の趣旨は、制裁の発動を強制化することによって、濫用的な訴訟の提起を抑止しようとするところにあると解してよいであろう。

七 比例責任の導入

1934年証券取引所法に基づく民事訴訟において終局判決を受ける者は、悪意で証券諸法の違反をしたのでない限り、その責任の割合に応じる部分についてのみ責任を負うものとする（1934年証券取引所法21D条(f)項(1)号および(2)号参照）。かかる民事訴訟において、裁判所は、その者が証券諸法の違反をしたかどうか、その者の責任の割合およびその者が悪意で証券諸法の違反をしたかどうかについて事実認定をしなければならない（1934年証券取引所法21D条(f)項(3)号(A)参照）。責任の割合を判定するに当たっては、損害を生ぜしめた行為の性質ならびにそのような行為と損害との因果関係の性質および程度を考慮するものとされている（1934年証券取引所法21D条(f)項(3)号(C)参照）。なお、1933年証券法11条(e)項に基づく社外取締役の責任は、1934年証券取引所法21D条(f)項にしたがって判定するものとされている（1933年証券法11条(f)項(2)号）。

証券民事訴訟においては、社外取締役や監査人などが相当な資産のある者（deep pocket）である場合、それらの者がしばしば訴訟の標的とされている。これによって、従来の判例法の下では、それらの者に帰責性がほとんどない場合であっても、連帯責任

を課せられるおそれがある。このような状況を改善するために、1934年証券取引所法の下で悪意により証券詐欺をしたのでない被告および悪意により1933年証券法の11条の違反をしたのでない社外取締役に対する責任について、連帯責任を排除して、自己の責任の割合に応じて責任を負うものとする比例責任を規定したものである。したがって、悪意で証券諸法の違反をした者については、連帯責任が課せられるものとなっている。

このような規定の趣旨は、きわめて不均衡な損害賠償の責任に直面させられるリスクというよりもむしろ、取るに足りない訴訟に対する和解への強要的な圧力から社外取締役およびその他の関係者を保護するところにあると説明されている⁽¹⁷⁾。

八 州法に基づくクラス・アクションにおける連邦法の専占

州の制定法または判例法に基づくクラス・アクションは、証券の購入または売却に関連して、重要な事実について不実の表示もしくは記載漏れがあり、または、被告が相場操縦的もしくは欺罔的な策略もしくは術策を利用したと主張する民事訴訟の当事者によって、いかなる連邦裁判所または州裁判所においても、これを継続することができない(1933年証券法16条(b)項ならびに1934年証券取引所法28条(f)項(1)号(A)および(B))。そのような証券に関して州裁判所に提起されているクラス・アクションは、それが係属中である裁判所が管轄する地区の連邦の地方裁判所に移送するものとする(1933年証券法16条(c)項および1934年証券取引所法28条(f)項(2)号)。

ここでいうクラス・アクションは、次のような訴訟を意味するものとされている。第一に、50名を超える者もしくはそれを超える見込みのクラスの構成員を代表して損害賠償が請求され、かつそれらの者に共通する法および事実の問題が、主張されている不実の表示もしくは記載漏れへの信頼の問題に言及することなく、個人またはクラスの構成員にのみ影響を及ぼすような問題に優先する単独の訴訟、または、1名以上の当事者が自己および自己と類似の状況にあるその他の者を代表して損害の回復を求め、かつそれらの者に共通する法および事実の問題が個人またはクラスの構成員にのみ影響を及ぼすような問題に優先する単独の訴訟である(1933年証券法16条(f)項(2)号(A)(i)および1934年証券取引所法28条(f)項(5)号(B)(i))。第二に、同じ裁判所に提起されもしくは係属しており、かつ法および事実の共通する問題を含んでいる複数の訴訟で、50名を超える者を代表して損害賠償が請求されており、その訴訟が併合され、そうでなければ、あらゆ

る目的のために単独の訴訟として追行されているものである（1933年証券法16条(f)項(2)号(A)(ii)および1934年証券取引所法28条(f)項(5)号(B)(ii)）。

改革法の制定後、その高度な訴答要件を回避するために、州法に基づき、多くの証券クラス・アクションが提起される事態をもたらした⁽¹⁸⁾。統一基準法の制定は、改革法の適用を回避しようとする証券訴訟の提起を阻止しようとするところにある⁽¹⁹⁾。

注

(1) このような改革法における公告に関する規定は、証券クラス・アクションにかかる新たな要件となっている（Glenn & Maines, *The Private Litigation Reform Act : Corporations Finally Get Their Day in Court*, 25 *Sec. Reg. L. J.* 276, 286 (1996)）。

なお、この規定との関係で、クラス・アクションを提起した原告が公告をしなかった場合に問題が生じうるといっ指摘がある。具体的な問題として、公告をしなかったことがクラス・アクションにどのような影響を及ぼすのか、また、そのような者がクラスの構成員の利益を最も適切に代表することができるのかという問題を生ぜしめている。これらの問題は、立法過程においても議論されておらず、裁判所によって解決されるべきものとなっている（*Ibid.*）。

(2) ここにいう職業的原告とは、取るに足りない訴訟を利用して、多額の報酬を獲得することを望んでいる弁護士⁽²⁰⁾の要請を受けて、最小単元の株式を購入して、そのような訴訟を提起する者をいう（*Id.* at 284 参照）。

(3) この点について、法案説明書においては、次のように説明されている。

「弁護士が原告を選任するのではなく、原告が弁護士を選任するであろう。」（*H. R. Conf. Rep. No. 104-369*, 104th *Cong.*, 1st Sess. 35 (1995)）

(4) Glenn & Maines, *supra* note 1, at 278.

(5) *H. R. Conf. Rep. No. 104-369*, 104th *Cong.*, 1st Sess. 41 (1995) .

(6) *Ibid.*

(7) Glenn & Maines, *supra* note 1, at 293.

(8) *Id.* at 294.

(9) *Id.* at 294-295.

(10) この規定については、アメリカにおける学説の議論も含めて、検討を加えたことがある。その詳細については、下中和人「アメリカにおける将来情報の開示の奨励——1995年民事証券訴訟改革法の規制を中心に——」六甲台論集法学政治学篇44巻3号188頁以下（平成10年）を参照。

(11) H. R. Conf. Rep. No. 104-369, 104th Cong., 1st Sess. 42-43 (1995) 参照。

なお、改革法の制定前において、アメリカでは、いわゆるベンチャー・キャピタルの3分の2以上が、そのような訴訟を誘発するおそれがあるために、アナリストや一般投資者と会社の将来の業績について対談することを躊躇してきたようである (Id. at 43 参照)。

(12) 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456頁(平成9年)参照。

(13) Stern & McCallum, The Private Securities Litigation Reform Act : Ten Years After, 38 Rev. Sec. & Comm. Reg. 89, 93 (2005) .

(14) Ibid.

具体的には、下級審の判例において、見解の対立がある。これを肯定する判決として、たとえば、Semerenko v. Cendant Corp., 223 F.3d 165 (3d Cir. 2000) がある。それに対し、これを否定する判決として、たとえば、Broudo v. Dura Pharmaceuticals, Inc., 339 F.3d 933 (9th Cir. 2003) がある。

もしも、後者の判決のように、それを要しないものと解することになれば、不実表示を訂正する情報を開示してから株価が下落しなかった場合であっても、原告は損害の回復を妨げないものと主張しうることになるという問題を生ぜしめる (Stern & McCallum, supra note 13, at 93 参照)。

しかし、その後、この問題について、連邦の最高裁判所は、次のように説示して、原審判決 (Dura Pharmaceuticals, Inc., 339 F.3d 933) を破棄し、市場価格の下落の立証を不要とする見解を否定するに至っている。

「原告は『不実表示のゆえに購入日の(株式の) 価格が騰貴した』ことを『立証する』……必要があるにすぎないという申立てを十分と認定する基本的な理由 (について) わたしわれの見解において、法にかかわるこのような言説は誤りである。通常、このような事案 (すなわち、市場に対する詐欺の事案) では、騰貴した購入価格は、それだけで、関連する経済的損失を構成するものでも、または原因としてもたらずものでもないであろう。

第一に、純粋な論理の問題として、取引が発生する時点で、原告は何らの損害も蒙っていない。騰貴した購入 (価格の) 支払いも、その時点で同等の価値を有する株式の所有によって埋め合わされている。」 (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 125 S.Ct. 1627, 1631 (2005))

なお、最高裁判所の判決の紹介として、石田眞得「流通市場取引における不実表示と損害因果関係」商事法務1773号59頁以下(平成18年)、前掲後之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』——合衆国連邦最高裁判所 Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo 判決とその示唆を中心に——」福岡大学法学論叢53巻4号357頁以下(平成21年)などがある。

(15) 連邦民事訴訟規則11条の規定の内容と問題点を簡潔に紹介するものとして、椎橋邦雄「アメリカ民事訴訟における弁護士の裁判所に対する責任——連邦民事訴訟規則11条の検討——」比較法研究57巻90頁以下(平成7

年)を参照。

(16) Stern & McCallum, *supra* note 13, at 94 参照。

(17) H. R. Conf. Rep. No. 104-369, 104th Cong., 1st Sess. 37-38 (1995) 参照。

(18) Despriet & Clinton, *Evolution of the Securities Litigation Uniform Standards Act*, 33 Sec. Reg. L. J. 268 (2006) 参照。

なお、この点に関連して、統一基準法にかかる立法過程においても、次のような指摘が見られるところとなっている。

「……ある参考人が証言したように、『現実には、全米で取引されている証券にかかわる州裁判所でのクラス・アクションは、[1995年(改革)法]の制定前は、実質的にはめずらしいものであった。(しかし)現在では、それが頻繁に提起されている。』

さらに、証券取引委員会は、このようなクラス・アクションの傾向が、提起されるクラス・アクションの数およびそれにかかる金額を上回る影響を及ぼしてきたことを理解していた。このような傾向は、小規模で高成長の会社が資金を調達することを阻害する波及効果を生ぜしめており、その結果、資本市場の全般的な効率性を損ねてきたのである。具体的には、州裁判所の増加するリスクは、セーフ・ハーバーおよびその他 1995年(改革)法の重要な規定の運用に恐るべき影響を生ぜしめてきたのである。」(S. Rep. No. 105-182, 105th Cong., 2d Sess. 3-4 (1998))。

(19) Despriet & Clinton, *supra* note 18, at 268.

第三節 改革の効果

すでに述べたように、アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革は、改革法および統一基準法の制定を契機とするものである。これによって、1933年証券法および1934年証券取引所法の改正を行い、証券民事訴訟の濫用の抑止を目的として、それらの規定の整備を図ったものといえるであろう。

それでは、現時点において、このような一連の改革が、アメリカにおける証券民事訴訟との関連において、どのような効果を生ぜしめたものといえるのであろうか。改革から相当の期間が経過していることもあり、そのような改革のもたらした効果を検証することが必要である。以下においては、アメリカの学説および判例を素材として、この問題を検討することにして、

一 指導的原告の選任

クラス・アクションにおいては、原告は、クラスの構成員の利益を最も適切に代表することができる者でなければならない（1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(i)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(i)を参照）。指導的原告の選任に関する規定は、裁判所をして、機関投資家を指導的原告に指名するようにさせることが意図されているものといわれている⁽¹⁾。これにより、職業的原告およびそれと組んで訴訟を扇動しようとする弁護士を排除して、証券民事訴訟の濫用を抑止しようとしているのである。

現実には、多くの事案において、指導的原告に関する規定によって、名目的原告がおおむね機関投資家に取って代わってきている。もっとも、多くの場合、その機関投資家は公的年金基金となっている。しかし、それは、株主の利益というよりもむしろ政治的戦略に基づいて行動されている⁽²⁾。原告側弁護士は、これらの公的年金基金を説得して、執拗に和解を勧めるところとなっている。その結果、和解への圧力が強くなっているものと指摘されている⁽³⁾。

このような現状に鑑みると、改革によって、証券民事訴訟の濫用とは異なる弊害が生じていると見てよいのかもしれない。

二 訴答要件の強化

被告が特定の精神状態で行為した場合は、その強い推論を生じさせる事実を具体的に主張しなければならないものとされている（1934年証券取引所法21D条(b)項(2)号）。すでに述べたように、このような規定は従来判例法よりも厳格な訴答要件を要求するとともに、それをもって判例法における見解の対立を解消させることを目的とするものである⁽⁴⁾。

それでは、このような規定の下では、被告が特定の精神状態で行為したとの強い推論を生じさせる事実として、原告は具体的に何を主張しなければならないのであろうか。判例においては、改革法に即して、虚偽および故意の具体的な訴答を要求するものもある⁽⁵⁾。しかし、これに対し、たとえ悪意または無思慮の具体的な主張がなくても、原告の主張の全体から、その強い推論を生じさせることで足りるとするものもある⁽⁶⁾。しかも、故意の強い推論を訴答するために要求されるものは、連邦の巡回区裁判所によって異なるところとなっている⁽⁷⁾。

したがって、訴答要件にかかる規定については、改革法の制定にもかかわらず、その解釈をめぐる、依然として、判例において見解の対立を生ぜしめるところとなっている。

三 証拠開示手続の停止

証拠開示手続の停止は、原告がとりあえず提訴して、被告の訴え却下の申立てを克服するのに十分な事実に関する争点を生ぜしめるために証拠開示手続を利用する⁽⁸⁾ことを阻止することを、その立法趣旨とするものである。

しかし、現実には、証拠開示手続の停止を排除して、その立法趣旨を没却させるような説示をする判決が、一部ではあるが、散見されるところとなっている⁽⁹⁾。さらに、将来に関する表示についてセーフ・ハーバーを適用することができるかどうか争点となった事案において、そのような表示がなされた時点で、そこに付加されている注意文言が会社に知られているリスクを現実の開示していたかどうかを判定するのに、証拠開示手続が許容されるべきであるとした判決⁽¹⁰⁾もある。このような判決は、将来情報の開示に対するセーフ・ハーバーの効力を減殺するものと評価せざるをえないであろう⁽¹¹⁾。

四 濫用的な訴訟に対する強制的な制裁

濫用的な訴訟に関連して、連邦民事訴訟規則 11 条(b)項の違反があったと裁判所が認定するときは、制裁の発動が強制されるものとなっている。

もともと、それにもかかわらず、その制定当初から、制裁の発動にかかる規定が専門的原告とその弁護士との謀略を阻止する可能性はほとんどないであろうと論じる学説が一部に見られていた。なぜならば、第一に、その規定には適用除外（1933 年証券法 27 条(c)項(3)号(B)および 1934 年証券取引所法 21D 条(c)項(3)号(B)）が存在するからであり、第二に、裁判所も連邦民事訴訟規則 11 条(b)項にしたがって制裁を課すことを本来的にためらっているからであると論じられていたところである⁽¹²⁾。

しかし、現実には、それに反して、制裁の発動に関する傾向は、一部⁽¹³⁾を除いて、相当に厳格なものとなっているようである⁽¹⁴⁾。なかんずく、第 2 巡回区控訴裁判所において、そのような傾向が強いものとなっていると評価されている⁽¹⁵⁾。

五 州法に基づくクラス・アクションにおける連邦法の専占

1 問題の所在

証券民事訴訟に関する連邦法と州法の管轄の問題を解決するために、統一基準法が制定されるところとなっている。しかし、それは、すべての問題の解決をもたらしていない。その制定後、現在まで、裁判所は、州法に基づくクラス・アクションに関して、連邦法の専占の妥当する範囲を明らかにしようとしてきており、これに関連して、重要な判決がいくつか見られるようになっている。

それでは、判例において、どのような範囲で連邦法の専占が妥当するものとされているのであろうか。以下においては、この点を明らかにするために、そのリーディング・ケースであるメリル・リンチ社 対 ダビット事件判決⁽¹⁶⁾を紹介することにしよう。

2 メリル・リンチ社 対 ダビット事件判決

2002年4月26日、メリル・リンチ社のブローカーであったダビット氏は、同社の誤解を生ぜしめるような調査および推奨によって、その推奨する株式を購入し、自己およびその顧客のためにしたその推奨の株式の保有および同社の不正行為の結果として顧客を失ったために、信任義務および誠実かつ公正な取引にかかる契約の違反があったと主張して、オクラホマ州法に基づく救済を求めて、メリル・リンチ社を相手とするクラス・アクションを提起した。

その主張の具体的な内容は、メリル・リンチ社がアナリストを利用して、その株式についてきわめて楽観的な評価をさせ、そのアナリストの報告書を信頼して、その推奨する株式を購入し、継続して保有したのであるが、もしも真実を知っていたならば、それを売却したであろうところ、真実が明らかになったところで株価が下落したために、その不実表示によって株式の保有を継続したことで損害を蒙るとともに、顧客からの手数料収入を失ったためにさらに損害を蒙ったというものである。

これに対し、メリル・リンチ社は、訴え却下の申立てを行った。第一に、統一基準法がこのクラス・アクションを専占するものであり、第二に、原告の請求はオクラホマ州法の管轄権に属さないものであることを、その申立ての根拠とした。

1934年証券取引所法28条(f)項(1)号(A)においては、州法に基づき、証券の購入または売却に関連して、重要な事実について不実の表示または記載漏れがあったことを主張す

るクラス・アクションは、民事訴訟の当事者によって、いかなる連邦裁判所または州裁判所においても、これを継続することができないものと規定されている。本件においては、不実の表示に基づいて株式を継続して保有した者のクラス・アクションがそこにある「証券の購入または売却に関連して」重要な事実について不実の表示があったことを主張するクラス・アクションに含まれるかどうか争点となっている。

このような事実関係の下で、判決は、株式の買主でも売主でもない保有者のクラス・アクションが「証券の購入または売却に関連して」重要な事実について不実の表示があったことを主張するクラス・アクションに含まれるかどうかについて、これを肯定し、次のように述べて、原告の主張を排斥した。

「(証券の) 保有者のクラス・アクションは……次の点においてのみ、典型的な規則 10b-5 に基づくクラス・アクションと区別することができる。それは、買主または売主の代わりに、保有者によって提起されている(点である)。(しかし) 統一基準法の専占の目的のためには、このような区別は問題とされない。……上告人がここで主張する不正行為——株価の詐欺的な操作——は……疑いなく、証券の『購入または売却に関連して』(なされた) 詐欺に適合するものである。」⁽¹⁷⁾

3 判決の意義

判決は、1934年証券取引所法の28条(f)項(1)号(A)に規定されている「証券の購入または売却に関連して」という文言をどのように解釈すべきか——証券の現実の買主または売主に限定されるのか、それとも証券の保有者も含まれるのか——という問題に焦点を当てて検討を加えたものである。

その検討に当たり、判決は、同じ文言を使用する規則 10b-5 に着目し、そこで規定されている「証券の購入または売却に関連して」という文言の解釈をしたブルーチップ・スタンプス 対 マナー・ドラッグ・ストアーズ事件判決⁽¹⁸⁾を参照している。そこでは、規則 10b-5 に基づく民事訴権を証券の現実の買主または売主に限定するという解釈が採用されている。

ここで、判決は、ブルーチップ・スタンプス 対 マナー・ドラッグ・ストアーズ事件判決の採用する解釈を、制定法の文言の意味を根拠とするものではなく、政策的な配慮を根拠とするものと分析している。ブルーチップ・スタンプス 対 マナー・ドラッ

グ・ストアーズ事件判決において、規則 10b-5 に基づく証券民事訴訟の当事者適格を証券の現実の買主または売主に限定した理由は、政策的な配慮によるものであって、証券の買主でも売主でもなく、それを保有するにすぎない者によって提起されるクラス・アクションは濫用的な訴訟という特有のリスクを生ぜしめるものと認識されていたことによるものであるとされている⁽¹⁹⁾。

判決は、このような政策的な配慮を重視して、「証券の購入または売却に関連して」という文言の意味を、規則 10b-5 の場合とは対照的に、ひろく解釈して、証券の現実の買主または売主に限らず、不実の表示によって証券を継続して保有した者のクラス・アクションも連邦法の専占の対象となるものと解している。

1934 年証券取引所法の 28 条(f)項(1)号(A)に規定されている「証券の購入または売却に関連して」という文言をどのように解釈すべきかという問題をめぐっては、判例において見解の対立のあったところである。本件判決は、その文言の意味をひろく解釈する見解を採用することを連邦の最高裁判所において初めて明らかにしたものである。ここに判決の意義を認めることができるであろう。

六 証券民事訴訟の提起とその動向

それでは、以上のような証券民事訴訟制度の一連の改革によって、証券民事訴訟の濫用を抑止することに成功したものと評価することができるのであろうか。以下においては、その問題を検討するのに先立ち、その後の証券民事訴訟の提起の状況および訴訟の形態ならびに和解の状況を参照しながら、改革後における証券民事訴訟の動向を明らかにすることにしよう。

1 訴訟の増加および長期化

改革法の制定にもかかわらず、その制定以前と比較して、証券民事訴訟の提起がより多くなっている⁽²⁰⁾。したがって、発行者は、現在のところ、提訴される相当なリスクに直面している⁽²¹⁾。改革法の制定後、一時的に、裁判所による訴えの却下の割合が増加した⁽²²⁾。しかし、2002 年以降は、その割合が減少に転じている⁽²³⁾。しかも、証券民事訴訟の提起から判決または和解に至るまでの時間が——訴えの却下にせよ、和解による解決にせよ——長期化してきている⁽²⁴⁾。

以上の検討からは、このような訴訟のすべてが濫用的なものであるとは限らないとしても、証券民事訴訟制度の一連の改革によって、訴訟そのものの減少をもたらしてはいると評価せざるをえないであろう。

2 和解の状況

和解にかかるデータは、さまざまなものを含むところとなっている。改革法の制定後において、和解の平均的な金額は、その制定前と比較しても、わずかに増加したにすぎない⁽²⁵⁾。しかし、1億ドルの水準を超える金額での和解が著しく増加するところとなっている⁽²⁶⁾。

もっとも、このことは、指導的原告となっている公的年金基金の優位な状況から生じる交渉力の変化に鑑みると、驚くべきことではないと評価されている⁽²⁷⁾。

3 訴訟戦術の巧妙化

すでに述べたように、証券民事訴訟制度について一連の改革を行ったにもかかわらず、依然として、訴訟の減少をもたらしていない。では、その原因はどこにあるのであろうか。これについては、原告（側弁護士）の訴訟戦術がきわめて巧妙化してきていることも、その原因の一部となっているとよいであろう。

たとえば、最近では、株価の下落を理由に提訴をするような事案においては、その外観を正当化するために、従業員福利厚生制度の加入者を代表して、1974年従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act of 1974——以下、「ERISA」と略称する）に基づく信任義務の違反を理由とするクラス・アクションを提起する⁽²⁸⁾ というような事態が起こっている。このような訴訟は、改革法の高度な訴答要件に従う必要がなく⁽²⁹⁾、強制的な証拠開示手続の停止もなく⁽³⁰⁾、過失を根拠とすることが多い⁽³¹⁾ものとなっている。しかも、過失の要件は、詐欺よりも証明が容易なものといえることができる⁽³²⁾。

このような状況に関連して、証券にかかるクラス・アクションに対する防御が複雑なものとなってきている。改革法は、証券詐欺に基づくクラス・アクションを終結させるどころか、裁判所への競争とひろく認識されているような訴訟戦術を蘇生させてきたものといわれている⁽³³⁾。

したがって、以上の検討からは、証券民事訴訟制度の一連の改革にもかかわらず、証券詐欺に基づくクラス・アクションとともに、ERISA に基づくクラス・アクションが、訴訟のリスクおよび危険性を相当に増加させている⁽³⁴⁾ものと評価することができるであらう。

注

(1) Glenn & Maines, *The Private Litigation Reform Act : Corporations Finally Get Their Day in Court*, 25 *Sec. Reg. L. J.* 276, 288 (1996) ; Stern & McCallum, *The Private Securities Litigation Reform Act : Ten Years After*, 38 *Rev. Sec. & Comm. Reg.* 89 (2005) 参照。そのような意図は改革法の立法過程において明らかなものとしてされているといつてよい(たとえば、141 *Cong. Rec.* S8895 (June 22, 1995) における上院議員のドッド氏の発言を参照)。これにより、機関投資家の主導でクラス・アクションを提起することが促進されるのであろう。

しかし、そのことは、改革法が機関投資家に指導的原告の指名を求めることを要求し、またはその株主および受益者に対する新たな言任義務を課すことを意図するものではないとされている (Glenn & Maines, *supra* note 1, at 288)。

(2) Stern & McCallum, *supra* note 1, at 91.

また、改革法の施行後、指導的原告として、外国の機関投資家が増加しているという指摘がある (*Id.* at 91 n. 12)。

(3) *Id.* at 91.

(4) なお、改革法の制定前における訴答要件に関する判例の見解の対立の状況については、川口恭弘「一九九五年度私的証券訴訟改革法と『欺罔の意図』」*商事法務* 1558号 36—37頁(平成12年)に詳細な解説がある。

(5) たとえば、*Southland Securities Corp. v. Inspire Insurance Solutions, Inc.*, 365 F.3d 353, 366 (5th Cir. 2004) においては、「会社がした表示が 10 条b項 (の請求) に必要な故意よりなされたものであったかどうかを判定する目的として、……その表示をした会社の役員のそれぞれの精神状態に着目することが適切であると考えられる」とされている。

(6) たとえば、*No. 84 Employer-Teamster Joint Council Pension Trust Fund v. America West Holding Corp.*, 320 F.3d 920, 938 (9th Cir. 2003) においては、「個々の主張以上に、われわれはまた、『たとえ個々 (の主張) では欠けていても、原告の主張の全体が、被告が故意にまたは意図的に思慮を欠いて行為したとの強い推論を生じさせるに足りるものであるかどうかを』検討すべきである」とされている。

(7) Stern & McCallum, *supra* note 1, at 92 n. 21.

たとえば、第2巡回区控訴院裁判所においては、強い推論は、詐欺を犯す動機および機会、または意図的な不正行為

もしくは無思慮にかかる状況証拠を主張することによって訴答されうるものとされている（たとえば、*In re Scholastic Corp. Securities Litigation*, 252 F.3d 63, 76 (2d Cir. 2001) など）。これに対し、第9巡回区控訴裁判所においては、詐欺を犯す動機および機会の訴答では不十分であり、意図的に思慮を欠いたことを示す事実を訴答しなければならぬものとされている（*In re Silicon Graphics Securities Litigation*, 183 F.3d 970, 979 (9th Cir. 1999)）。なお、この判決の詳細については、川口・前掲注（4）35頁以下を参照。

(8) *Stern & McCallum*, *supra* note 1, at 93.

(9) たとえば、*In re Labranche Securities Litigation*, 333 F.Supp.2d 178, 184 (S.D.N.Y. 2004) においては、「要求されている証拠開示手続は、訴訟戦略を決定し、適切な和解の要求案の提出に寄与するのに不可欠である」とされている。

(10) そのような判決として、*Asher v. Baxter International Inc.*, 377 F.3d 727 (7th Cir. 2004) がある。ここでは、次のように判示されている。

「……注意文言で言及されている事項がその時点で多くの『重要な』情報源（のすべて）であるとする理由——少なくとも、原告が証拠開示手続を利用する機会を有するのに先立ち、裁判所が訴答の段階で（それを）容認することができる理由——が存在しない。……」

したがって、われわれは、証拠開示手続の後で、注意が事前の主要なリスクであったものを明らかにするものであったことを（被告が）立証するのであれば、セーフ・ハーバーを適用しうるものであるという可能性を排除することができないとしても、このような申立ては、セーフ・ハーバーの下で却下することができないものであった。」（*Asher*, 377 F.3d at 734–735）

(11) *Stern & McCallum*, *supra* note 1, at 93 参照。

(12) *Glen & Maines*, *supra* note 1, at 292–293.

(13) たとえば、*Harding University v. Consulting Services Group, L.P.*, 48 F.Supp.2d 765, 772 (N.D. Ill. 1999) においては、「いったん（連邦民事訴訟）規則 11 条の違反が明定されたら、制裁を課すことは地方裁判所の裁量の範囲内である」と説示されている。このような判決は、制裁の強制的性質を十分に理解していないものと批判されている（*Stern & McCallum*, *supra* note 1, at 94 参照）。

(14) *Ibid.*

(15) たとえば、*Gurary v. Nu-Tech Bio-Med, Inc.*, 303 F.3d 212 (2d Cir. 2002) においては、取るに足りない申立てとそうでない申立てを含む場合であっても、そのような原告の申立ては実質的に連邦民事訴訟規則 11 条 (b) 項に違反するものであり、その違反の直接の結果として蒙った被告の弁護士報酬およびその他の費用の全額の支払いが原告に命じられている（*Id.* at 223–226 参照）。

(16) Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc. v. Dabit, 126 S.Ct. 1503 (2006) .

なお、判決の紹介および脚註については、下中和人「不実の表示に基づいて株式を継続保有した者のクラス・アクションと連邦法の専占」商事法務1866号39頁以下（平成21年）を参照。

(17) Id. at 1515.

(18) Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975) .

(19) Id. at 739 参照。

(20) Stern & McCallum, supra note 1, at 94.

(21) ペリノ氏は、改革法の制定後、1996年1月1日から2001年12月31日まで連邦裁判所に提起された1449件のクラス・アクション（発行者を相手とするものに限っている）を対象とした調査を行い、それ以前に提起されたクラス・アクションと比較して、訴訟の動向と改革法との関係について検討を加えている。その成果は、Perino, Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?, 2003 U. Ill. L. Rev. 913 (2003) において公表されている。

そこでは、1996年から2001年に至るまで、提訴される発行者が毎年増加しており、むしろ、調査からは、連邦議会の意図とは逆に、改革法の制定は提訴される発行者の増加と相関関係にあることを示唆するところとなっている (Id. at 932)。

しかし、そのことは、改革法がそのような増加をもたらしたことを意味するものではなく、改革法と関係のない要因がそれに影響を及ぼしている可能性があると論じられている (Ibid.)。たとえば、クラス・アクションを巧妙に防御できる可能性が大きくなったことが多くの詐欺的な行為を生ぜしめ、その結果、多くの訴訟をもたらしたことを示唆する学説もある (Id. at 932 & n.110 参照)。

(22) Id. at 937 参照。

(23) Stern & McCallum, supra note 1, at 95.

(24) Ibid.

この点は、学説において詳細な調査が行われ、そのデータが公表されている。和解による解決に関して、改革法の制定前においては、事件の57.59パーセントが4年以内に和解で決着したのに対し、その制定後においては、4年以内に和解で決着した事件は26.06パーセントにすぎないものとなっている。また、裁判所による訴えの却下に関して、改革法の制定前においては、事件全体の10.89パーセントが4年以内に訴えの却下となったのに対し、その制定後においては、4年以内に訴えの却下となった事件は5.79パーセントにすぎないものとなっている (Bajaj, Mazumdar & Sarin, Securities Class Action Settlement, 43 Santa Clara L. Rev. 1001, 1010-1011 (2003) 参照)。

(25) Id. at 1022 参照。なお、Perino, supra note 21, at 939-941 参照。

(26) Stern & McCallum, *supra* note 1, at 95.

なお、1億ドルという和解の金額は前例のないものであるために、そこでは「巨額の和解 (mega-settlements)」と呼ばれている。

(27) *Ibid.*

(28) *Id.* at 91–92.

(29) たとえば、*Rankin v. Rots*, 278 F. Supp. 2d 853, 866 (E.D.Mich. 2003) においては、「(連邦民事訴訟)規則9条b)項の下での高度な訴答要件は、その請求が ERISA に基づく信託義務の違反に関するものである場合には、課せられることがないであろう。」とされている。

(30) たとえば、*In re Royal Ahold N.V. Securities & ERISA Litigation*, 220 F.R.D. 246, 251 (D.Md. 2004) においては、「証拠開示手続の停止を ERISA に基づく原告に拡張することを議会が意図していたことを暗示するものがまったく存在しない」とし、「第一の根拠として、改革法は ERISA の請求に適用されることがない……」(*Id.* at 251–252 n. 14) とされている。

(31) たとえば、*Mathews v. Chevron Corp.*, 362 F.3d 1172, 1183 (9th Cir. 2004) において、「われわれは、故意の要素を詐欺にかかるとして不法行為から……制定法の ERISA の請求に移植するに当たっての論理を理解することができない」と説示されていることに鑑みると、ERISA の下では、故意の立証を要しないものと解することができる。

(32) Stern & McCallum, *supra* note 1, at 92.

(33) *Id.* at 91.

(34) *Id.* at 92.

さらに、最近では、証券にかかるクラス・アクションの原告が、株価の下落からサブプライム抵当投資による損失の問題まで、多くの実務の問題を争うために、ERISA の援用を拡張してきている。現実には、ERISA に基づく多くのクラス・アクションは、被告の訴え却下の申立てを克服してきているものと分析されている。この点についての詳細は、*Murphy, Korot & Bencivenga, Securities Plaintiffs Turn to Class Actions under ERISA*, 41 *Rev. Sec. & Comm. Reg.* 185 (2008) を参照。

第四節 むすびにかえて

アメリカにおいては、証券民事訴訟の濫用——なかんずく、クラス・アクションを利用した証券民事訴訟の濫用——が頻発する状況となっている。このような状況が改革法

および統一基準法の制定をもたらした。それらの立法は、指導的原告の選任、訴答要件の強化、証拠開示手続の停止、将来情報の開示に対するセーフ・ハーバーの制定、損害賠償額の制限、濫用的な訴訟に対する強制的な制裁、比例責任の導入および州法に基づくクラス・アクションにかかる連邦法の専占にわたって、法的な整備を図ったものである。すでに述べたように、このような立法の趣旨は、証券民事訴訟の濫用を抑止しようとするところにある。

それでは、現時点において、このような一連の立法が証券民事訴訟の濫用の抑止をもたらしたものと評価することができるのであろうか。

濫用的な訴訟に対する強制的な制裁の発動にかかる規定は証券民事訴訟の濫用の抑止をもたらすものとおおむね評価してよいであろう。なぜならば、すでに述べたように、その制裁の発動にかかる裁判所の傾向は、一部を除いて、相当に厳格なものとなっているからである。

しかし、そのことは、証券民事訴訟の濫用を抑止することに完全に成功したものと評価することが可能であることを意味するものではない。なぜならば、現在もなお、以下のような多くの問題のあることが指摘されているからである。

訴答要件にかかる規定については、改革法の制定にもかかわらず、その解釈をめぐって、依然として、判例において見解の対立を生ぜしめるところとなっている。連邦の地方裁判所は、証拠開示手続の停止の妥当する範囲および同じ事実を前提とする証券詐欺に基づく訴訟と ERISA に基づく訴訟との相応の関係について、現在もなお、検討に取り組んでいるところである⁽¹⁾。しかも、比例責任にかかる規定にあっては、裁判所は、今もなお、検討を加えていない⁽²⁾。

アメリカにおいては、現在のところ、以上のような改革が濫用的な証券訴訟をどの程度阻止したかを明らかにする実証研究が存在しないようである。しかし、少なくとも、そのような立法にもかかわらず、株主のクラス・アクションが——証券詐欺に基づく訴訟によるにせよ、ERISA に基づく訴訟によるにせよ——むしろ多くなってきており、比例責任の妥当しない和解に持ち込まれるリスクとそれにかかる費用を依然として生ぜしめている⁽³⁾ことが現実のものとなっている。

したがって、以上の検討からは、このような一連の立法が証券民事訴訟の濫用を抑止することに成功したものと評価することができるかという点、現時点においては、総体

的に見て、これを肯定的に評価することはむしろ難しいと結論せざるをえないところであろう⁽⁴⁾。

もつとも、それらの問題は、将来において、裁判所によって解決されるべき重要な課題となっており、その解決は濫用的なクラス・アクションを減少させる度合いに疑いなく影響を及ぼすものというべきであろう⁽⁵⁾。今後の展開が注目されるゆえんである。

注

(1) Stern & McCallum, The Private Securities Litigation Reform Act : Ten Years After, 38 Rev. Sec. & Comm. Reg. 89, 95 (2005) .

(2) Id. at 94.

もつとも、その原因として、次のような仮説が見られる。すなわち、社外取締役、監査人およびアナリストを被告とする判決がほとんど存在しないのは、いわばこれらのゲートキーパーは、発行者およびその役員に比べて、一般に、帰責性がないことによるという仮説が見られるところとなっている (Ibid)。

(3) Id. at 95.

(4) アメリカの学説においても、現時点において、これを肯定的に評価するものは見当たらないといっても過言ではない。むしろ、連邦議会の意図に反して、改革法は証券にかかるクラス・アクションを減少させておらず、裁判所も濫用的な訴訟を抑止することを目的とする多くの規定の効力を減殺させてきていると論じて、これを否定的に評価する学説 (Id. at 89) さえ見られるところとなっている。

(5) Id. at 95.

神戸商科大学研究叢書

既 刊

- | | | |
|-------|---------|---|
| I | 吉田 寛 著 | 近代会計の構造理論 (1963) |
| II | 中村正文 著 | 医療保障の基本問題 (1963) |
| III | 長部和雄 著 | 一行禅師の研究 (1963) |
| IV | 淵江文也 著 | 物語文学の思想序説 (1963)
—源氏物語の美質— |
| V | 橋 泰 来 著 | ラムの思考様式 (1963) |
| VI | 後藤幸男 著 | 企業の投資決定理論 (1965) |
| VII | 三戸雄一 著 | 日英両語表現比較研究 (1966) |
| VIII | 伊賀 隆 著 | 蓄積と分配の基礎理論 (1967) |
| IX | 中村 萬次 著 | アメリカ独占体の会計政策 (1967) |
| X | 村田安雄 著 | マクロ経済理論研究序説 (1968) |
| XI | 田村 実 著 | 経済学の基本問題 (1969) |
| XII | 二木雄策 著 | 日本の企業集団 (1970)
—その実態についての基本的分析— |
| XIII | 長部和雄 著 | 唐代密教史雑考 (1971) |
| XIV | 保坂直道 著 | 貨幣と経済分析 (1971) |
| XV | 南部 稔 著 | 中国租税制度の研究 (1976) |
| XVI | 南部 稔 著 | 中国租税の理論的研究 (1978) |
| XVII | 川口博也 著 | 特許法の課題と機能 (1980) |
| XVIII | 南部 稔 著 | 中国の国家財政の研究 (1981) |
| XIX | 成瀬正幾 著 | 中世英詩「真珠」の研究 (1981) |
| XX | 大谷 一博 著 | 計量経済学における回帰モデル
の特定化分析 |
| XXI | 秋 葉 博 著 | 高等経営管理教育用企業モデル (1983) |
| XXII | 姉崎 義史 著 | イギリス積荷保険の展望 (1983)
—海上運送人責任との関連において— |
| XXIII | 棚田 眞輔 著 | 明治期の神戸中学校における
野球の総合的研究 (1983) |
| XXIV | 能勢 哲也 著 | 公 共 支 出 論 (1985) |

- XXV 棚田 眞輔 著 地域スポーツ論 (1986)
土肥 隆 著 —兵庫県民の実態調査に基づく—
- XXVI 加藤 詔士 著 英国メカニクス・インスティテュート (1986)
研究の成果と動向
- XXVII 斎藤 清 著 経済データの位相図解析 (1986)
XXVIII —日本経済の位相と環境の視覚的思考—
- XXIII 加藤 詔士 著 英国メカニクス・インスティテュート研究 (1987)
—生成と発展—
- XXIX 斎藤 清 著 経済経営データ探索的処理システム (1987)
—XCAMPUS2の機能と実際—
- XXX 北野 正一 著 資本制経済の安定性と不安定性 (1988)
- XXXI 青沼 龍雄 著 階層数理計画プロセス論 (1988)
- XXXII MINEO SUENOBU 著 FROM ERROR TO INTELLIGIBILITY (1989)
- XXXIII 斎藤 清 著 位相図解析と探索的データ処理・続編 (1989)
—XCAMPUS3の拡充機能と位相図予測—
- XXXIV R. F. Berwick 著 TASK VARIATION AND REPAIR IN (1990)
ENGLISH AS A FOREIGN LANGUAGE
- XXXV 八木 秀夫 著 現代日本の家族システムと青年期 (1990)
- XXXVI 棚田 眞輔 著 兵庫県におけるア式蹴球の史的研究 (1991)
- XXXVII 三ツ井 光晴 著 現代商品開発論 (1991)
- XXXVIII 小西 一彦 著 現代流通論の基本問題 (1991)
- XXXIX 生越 利昭 著 ジョン・ロック経済思想研究 (1991)
- XL 田守 育啓 著 日本語オノマトペの研究 (1991)
- XLI 加藤 詔士 著 英国メカニクス・インスティテュート資料研究 (1992)
- XLII 高橋 秀直 著 日清戦争開戦過程の研究 (1992)
- XLIII SHOJI NOMA 著 JAPANESE THEATER (1993)
—A HISTORICAL SURVEY—
- XLIV TETSUYA NOSSE 著 A QUASI-MACRO-ECONOMIC ANALYSIS OF THE (1993)
EFFECTIVE INCIDENCE OF PERSONAL TAXES
- XLV 風巻 義孝 著 商の原意 (1993)
—商品概念へのプリコラージュ—
- XLVI 棚田 眞輔 著 明治期における神戸の健脚競争に (1994)
関する史的研究
- XLVII 保坂 直達 著 現在経済思潮とマクロ経済学の展開 (1994)
- XLVIII 能勢 哲也 著 公共サービスの市場機構 (1994)

- XLIX 安 平 昭 二 著 会 計 シ ス テ ム 論 研 究 序 説 (1994)
—簿記論的展開への試み—
- L 坂 根 博 著 会 計 管 理 の 基 礎 (1995)
- LI 真 鍋 周 三 著 トウパック・アマルの反乱に関する研究 (1995)
—その社会経済史的背景の考察—
- LII SUENOBU Mineo 著 COMUNICABILITY WITHIN ERRORS (1995)
- LIII 斎 藤 修 著 汚 職 防 止 の 研 究 (1996)
—国際反汚職大会報告を中心として—
- LIV 森 家 章 雄 子 著 環 境 問 題 の 根 本 認 識 に つ い て (1996)
西 川 祥 子 著
- LV Masatomi FUNABA 著 GOVERNMENT AND REGIONS IN JAPAN (1996)
- LVI 棚 田 真 輔 著 居 留 地 外 国 人 に よ る (1996)
鳩 木 秀 夫 著
松 村 浩 貴 著
- LVII 松 代 和 郎 著 社 会 経 済 学 序 説 (1997)
- LVIII 南 部 稔 著 香 港 の 歴 史 と 経 済 (上 巻) (1998)
—二つのアヘン戦争—その屈辱と煩悶—
- LIX 石 田 潤 著 文 の 読 み や す さ と 文 表 現 形 式 と の 関 係 (1999)
—語順、統語構造、および代用形使用に関する検討—
- LX SUENOBU Mineo 著 J A P A N E S E E N G L I S H (1999)
- LXI 赤 井 伸 郎 著 最 適 財 政 シ ス テ ム の 経 済 分 析 (1999)
- LXII 保 坂 直 達 著 貨 幣 と 金 融 (1999)
—市場経済の基本問題—
- LXIII 石 尾 賢 二 著 イ ギ リ ス 土 地 信 託 法 の 基 礎 的 考 察 (2000)
- LXIV 保 坂 直 達 著 ヘ ッ ジ フ ァ ン ズ と デ リ バ テ ィ ブ ズ (2001)
本 義 正 著
藤 崎 敏 徹 著
貝 瀬 徹 著
- LXV 陳 琦 著 米 国 地 方 政 府 会 計 シ ス テ ム の 再 構 築 (2001)
—アカウンタビリティ概念を基軸として—
- LXVI 西 出 哲 人 著 情 報 シ ス テ ム 構 築 時 の 組 織 コ ー デ ィ ン ー シ ョ ン (2002)
- LXVII 加 藤 恵 正 著 都 市 ・ 地 域 経 済 の 転 換 に 係 る 経 済 地 理 学 研 究 (2002)
—集積経済の再編と再生の方向—
- LXVIII SUENOBU Mineo 著 Pathology of English Teaching in Japan (2003)

- LXIX 周防節雄 著 「統計資料解題」のデジタル化に関 (2003)
古隅弘樹 著 する技法とシステム構築
- LXX 車井浩子 著 回帰モデルにおける縮小推定量の (2004)
リスク分析
- LXXI 末延岑生 著 ことばの元を探る (2004)
—知恵と文字の仕込み—

兵庫県立大学経済経営研究叢書

既 刊

- LXXII 中橋國藏 著 経営戦略論の発展 (2005)
- LXXIII 松田陽子 著 オーストラリアの言語政策と多文化主義 (2005)
—多文化共生社会に向けて—
- LXXIV 菊本義治 著 現代国際マクロ経済の研究 (2005)
—貿易不均衡、為替レート、経済政策の有効性—
- 別冊 I 植野和文 著 生活行動と居住環境の形成に関する (2005)
社会経済学的研究
- LXXV 田島哲也 著 経済政策の課題 (2006)
—金融政策と財政の論点—
- LXXVI SUENOBU Mineo 著 The Instruction Theory of the Origin (2006)
of Language
- LXXVII 周防節雄 著 旧植民地に関する統計書誌情報 (2006)
古隅弘樹 著 データベースシステムの構築
- LXXVIII 田島哲也 著 経済成長の十分条件 (2006)
—19世紀デフレと平成デフレの共通原因を探る—
- LXXIX 北野正一 著 経済政策の基礎 (2006)
—共同利益・協調と個別利益・競争との確執と立場—
- 別冊B-2 松本敏民 著 有限オートマン特徴付け問題 (2006)
- LXXX 田島哲也 著 経済成長と金融経済 (2007)
—インフレーション、金本位制度、金利に関する考察—
- LXXXI 坂根博 著 多様性の管理会計試論 (2008)
—社会多様性と経営の写影—
- LXXXII 西山博幸 著 海外直接投資と国際経済 (2008)
- 別冊B-3 斎藤清 著 経済・産業・企業の比率と規模のグ (2009)
ラフイック

兵庫県立大学政策科学研究叢書

既 刊

- | | | | |
|---------|---------------------|---|--------|
| LXXXIII | Brian D. Bresniha 著 | Possible Reliability Problems
Affecting use of TOEIC IP Test
Scores | (2010) |
| 別冊B-4 | 斎藤 清 著 | スカイライン図・扇形散布図・三色三
角バブルグラフの身近なデータへの
適用実践
—消費生活からXBRL財務データまで— | (2010) |
| LXXXIV | 友野 哲彦 著 | 環境保全と地域経済の数量分析 | (2010) |
| 別冊B-5 | 斎藤 清 著 | 地域比較のグラフィックス実践
I 部 トランス脂肪酸
I I 部 東日本大震災 | (2011) |
| LXXXV | 西出 哲人 著 | 地方自治体の電子化に関する住民
を媒介とした相互作用モデル | (2011) |
| LXXXVI | 濱田 道夫 編 | 文化経済学とコンピュータサイエンス
—人間の知的活動を科学する— | (2012) |
| LXXXVII | 下中和人 著 | ソフト・インフォメーションの開示の法的
課題 | (2012) |

著者紹介

下中 和人（しもなか かずと）

昭和 44 年 大阪府に生まれる

兵庫県立大学経営学部助教授を経て

現 在 兵庫県立大学大学院会計研究科准教授

専 攻 会社法および金融商品取引法

ソフト・インフォメーションの開示の法的課題

2012 年 12 月 6 日 印刷

（非売品）

2012 年 12 月 7 日 発行

著 者 下 中 和 人

〒651-2197 神戸市西区学園西町 8-2-1
発行者 兵庫県立大学神戸学園都市キャンパス学術研究会
兵庫県立大学政策科学研究所

〒670-0933 姫路市平野町 62 番地
印刷所 小野高速印刷株式会社
