

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——

下 中 和 人

- 一 はじめに
- 二 判例の展開
- 三 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
- 四 日本法への示唆
- 五 おわりに

一 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、役員等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・証券取引法862—863頁（平成18年）。
- (2) 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・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)c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・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(9-2)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場所となっている。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、立証責任が転換されており、無過失の立証を役員等に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、役員等の責任は過失責任である。

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、立証責任が転換されており、無過失の立証を役員に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、役員等の責任は過失責任である。

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けは、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ない（神崎＝志谷＝川口・前掲注（1）142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事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、なにかんづく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。

二 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場所となっている。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。

もっとも、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か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。

1 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。

もっとも、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・リリースを發して、他社の買収を發表し「……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2,500万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巡回区控訴裁判所は、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、これを本件の事実に応用して、ヴェンコー社の利益の予想はそれだけでは（不確実なものであるがゆえに）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が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うるということは、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の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⁾。

2 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て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えるであろう。

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のである⁽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ころ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見てよいであろう。

3 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考えて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。ここでは、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、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。合衆国の核兵器（の保有）を減少させる決定は、連邦の議会およびエネルギー省に核兵器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うまく整えている。』』

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・リリースを發して、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發した。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・リリースを發して、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發した。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めている』（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うまく整えている』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予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、会社がその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する規定されている。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) もっとも、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、将来に関する表示にかかる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検討については、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解説については、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）などがある）。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っ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考ええる学説 (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.

三 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。

1 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、なかならず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、予測の測定されうる確実性の程度に、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。

2 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ち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、ブライツ・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、ブライツ・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、ブライツ・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、ブライツ・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。

3 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、ブライツ・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「CSC」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、CSC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CSC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、1,758万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、CSC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、CSCの会長であるジョンズ氏は、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、CSC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、CSCのシステムはい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CSCの株式を2,000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、CSC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事ができない。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であろうと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の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。……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。そこでは、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の民事訴権にかかるいわゆる『故意』の要件と密接に関連するのであり、表示をした者が何らかの過失か、さもなく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ケット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。

4 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いわれ、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、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 ミカエルズ事件判決 (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ようになっていく。

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こととなっている。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。

四 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ツ・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、ブライツ・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。ここでは、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ところである。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ことである。

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、その虚偽の情報との関連におい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えるであろう⁽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」（Helwig, 251 F.3d at 556）と説示しているところから明らかなものといえることができる。
- (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139頁（平成3年）も、ミスリーディングな行為を前提とした場合の重要性の概念は、事象の影響度と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ものではなく、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、取

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、そうする必要の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。

五 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、いわゆるブライト・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⁾。

もっとも、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、ブライト・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の検討から明らかなように、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、それとの関連において、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今後の最高裁判所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. ラーブ 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*, *Am.Bus.L.J.* 161, 205 (2007) 参照)。
- (5) Notes, *supra* note 1, at 136.
- (6) *Ibid.*