

Title	予想情報の開示と責任
Sub Title	Disclosure of Projections : Safe Harbor Rule and Bespeaks Caution Doctrine
Author	並木, 和夫(Namiki, Kazuo)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1997
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.70, No.1 (1997. 1) ,p.69- 91
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	倉澤康一郎教授退職記念号
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19970128-0069

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

予想情報の開示と責任

並 木 和 夫

- 序
 - 一 ソフト・インフォormeーションの定義とその規制
 - (一) ソフト・インフォormeーションの定義
 - (二) アメリカ合衆国における予想情報の取扱いの変遷
 - 1 現行制度
 - 2 予想情報の取扱いの変遷
 - 二 予想情報と責任の回避
 - (一) 免責 (Safe Harbor) 規定¹⁾
 - 警告付加理論 (Bespeaks Caution Doctrine)
- 二 免責規定
 - 1 免責規定
 - 2 警告付加理論
 - イ Polin v. Conductor Corp. 事件
 - ロ Luce v. Edelstein 事件
 - ハ In Re Donald J. Trump Casino Securities Litigation 事件の第一審判決
 - ニ In Re Donald J. Trump Casino Securities Litigation 事件の控訴審判決
- 三 結 論

序

わが国では、マクロス事件⁽¹⁾において、谷藤工業株式会社（現在「株式会社マクロス」）の専務取締役機械営業本部長が、会社の未決定事実を用いて、自己の、及び妻に運用を任されていた、マクロスの株式を売却し、これが内部者取引として禁止されるかが争われた。

このように、わが国では、未決定事実の問題は、これを用いて株式の売買を行った場合に、それが内部者取引規制に違反して禁止されるものであるかが争われたが、実はアメリカ合衆国においては、未決定事実については、ソフト・インフォメーションの問題として、企業の開示義務の一環として議論されることが多い。

私は、日本における未決定事実の問題については、アメリカ法を参照して、これについて研究した⁽²⁾。そこで、本稿においては、ソフト・インフォメーションの問題について研究する。

一 ソフト・インフォメーションの定義とその規制

(一) ソフト・インフォメーションの定義

Schneider 教授は、ソフト・インフォメーションの用語を、次のように定義する。

「ソフト・インフォメーションとは、事実に基づかない情報 (nonfactual items) であって、これには、①経営能力 (managerial quality) についての情報、②予想 (predictions and forecast) に過ぎない情報、③意見又は確信のある事柄についての情報 (opinions and beliefs)、④法律上未確定 (legal uncertainty) な事柄についての情報、⑤提案段階にあるか、又は提案中若しくは交渉中 (plans, proposals, and negotiations)

の事柄についての情報、⑥動機、目標、主観的な意向についての情報 (motives, purposes, and subjective intentions) の六種の情報がある⁽³⁾。

現在、アメリカ合衆国においては、証券取引委員会により、予想情報を証券取引委員会への届出書に記載することによって、この開示が推奨されているが、過去においては予想情報の開示は推奨されていなかった。そこで次においては、アメリカ合衆国における予想情報の取扱いの変遷の経緯を明らかにする。

(二) アメリカ合衆国における予想情報の取扱いの変遷

1 現行制度

企業経営者による会社の将来における経済的利益の達成についての予想情報 (projections) には、会社の収入、純利益若しくは純損失、並びに一株当たりの収益若しくは損失などが含まれるが、これらに限らず、将来の経営方針や将来における経営対象などが含ましめられることがある。

現時において、証券取引委員会は、Regulation S-K の Item 10(b) によって、相当な根拠に基づいた会社の将来の経済的成果を所定の書式によって表示することを推奨している。

すなわち、一九三三年証券法及び一九三四年証券取引所法に基づく届出書の様式について規定する証券取引委員会の規則である Regulation S-K の Item 10(b) は、「委員会の予想情報についての見解 (Commission Policy on Projections)」と題して、

当委員会は、証券法一七五条及び証券取引所法規則 3b-6 において定められた書類において、将来の経済的利益の達成についての経営者による相当な根拠に基づいた予想情報を適切な様式によって用いることを推奨する。

以下において規定されている指針は、かかる予想の形成及び開示について配慮されるべき重要な要素についての当委員会の見解を示すものである。

と規定した上で、(1)を、「予想情報についての根拠」と題し、(2)を、「予想情報の記載のための書式」と題し、(3)を、「投資者の理解」と題している。

この内、(3)の「投資者の理解」は、後に考察する *Bespeaks Caution Doctrine* にとって重要と思われるので、その全文を訳出する。

(3)は、「投資者の理解」と題した上で、これを(i)と(ii)と(iii)および(iv)の四つに分けている。

(i) 経営者が、証券取引委員会に対する届出書に予想情報を記載することを選択した場合には、予想情報を伴う開示は、予想情報の根拠とその限界についての投資者の理解を容易とするものでなければならぬ。

投資者に対しては、経営者による評価を過度に信頼しないように、警告が与えられるべきであり、投資者は、最新のものとされた予想情報が投資者に提供されるという経営者の意向を表示させることによって、救済されるものと当委員会は信ずる。

また、経営者の意見が予想情報にとって最重要であること、及び企業の経済的成果は経営者の意見に依存すること、を明らかにすることによって、投資者による予想の理解を深めることができるものと当委員会は信ずる。かくて当委員会は、このような理解を、予想情報の分析にとってのフレームワークとして開示することを、推奨する。

(ii) 経営者は、以前に行った予想情報が、正確であったか又は正確でなかったかを開示することが、予想情報の限界についての洞察力を投資者に提供することになるかどうか、を検討すべきである。これに関連して、予想情報を、現実の結果と予想された結果とが異なってしまった理由を分析するのに役立つような様式で、

提示すべきかどうかを検討すべきである。予想の結果と現実の結果の食い違いを系統的かつ継続的に分析することは有益である。なぜなら、このような様式で開示が行われると、投資者をして、事業運営において最も重要であるリスク感覚と利潤感覚の領域に目を向けさせることができるからである。

(iii) 登録者は、以前に行った予想について、それが会社の財政にとって、好ましい結果に終わったか、好ましくない結果に終わったかに拘わらず、重要事項を完全かつ迅速に開示すべき責任を負っていることを想起すべきである。この責任は、以前に開示された予想情報が、最早相当な根拠を持たないものであることを経営者が知った場合、及び知ったと判断されるのが相当な場合にも、拡張して適用される。

(iv) 登録者がある程度の確信のある予想を行えるかどうかは、あらゆる事実及び状況に応じて千差万別であるので、予想を停止したり、再度予想を再開するかは、本来、経営者の判断に任されている。しかし、当委員会は、相当な理由がある場合を除いて、届出書類における予想の停止及び再開を行わないように推奨する。

2 予想情報の取扱いの変遷

前述したように、現在では、Regulation S-KのItem 10(b)によって予想情報の開示が要請されている。しかし、過去においては、予想情報の開示は禁止されていた。そこで、ここでは、この間の変遷について研究する。

一九七二年以前においては、証券取引委員会は一九三三年証券法及び一九三四年証券取引所法に基づく証券取引委員会への届出書に予想情報を記載することを禁止しているが、その理由の第一は、証券取引委員会が、証券取引委員会に提出されるべき書類は、知的に洗練されていない投資者を対象としたものと考えていたことにある。⁽¹⁾すなわち、一九七七年に、証券取引委員会の諮問委員会である「会社における開示についての諮問委員会（通称 Sommer 委員会）」従前、理事であり、後に委員長になった A. A. Sommer Jr. の下で作成された報告書であるため、

「この委員会の報告書は Sommer Report と呼ばれる。」の Sommer Report⁽⁷⁾は、

「一九三三年証券法上認められる登録の要求と一九三四年証券取引所法上認められる定期的報告の制度の統合を最大限に有効とするために、単一の統合された開示制度を採用すべきである。」

との報告書を提出し、証券取引委員会は一九三三年証券法上認められる登録の要求と一九三四年証券取引所法上認められる定期的報告の制度の統合を検討し、その結果、Regulation S-K が作成されたが、実は Sommer Report は、証券取引委員会への届出書に予想情報を記載することが禁じられている理由を、

「重要な投資情報を投資家に提供するという開示の目的は、知的に洗練されていない投資者を無知であることから（被る損害より＝筆者注）保護することにある。」⁽⁶⁾

と述べている。

このように、証券取引委員会に対する届出書類における予想の記載の禁止の理由の第一は、知的に洗練されていない投資者が予想情報に対して過度の信頼をおいてしまう虞が存在し、投資者が会社経営者によって騙されてしまう可能性があることに存在する。⁽⁷⁾

証券取引委員会への届出書に予想情報の記載を禁止している理由の第二は、予想情報は事実情報とは異なって、本来的に信頼できるものではないことにある。⁽⁸⁾

証券取引委員会への届出書に予想情報の記載を禁止している理由の第三は、逆説的に言う、投資者は会社経営者と同等に、予想をたてる能力を有していることにある。⁽⁹⁾

Loss と Seligman の共著は、これら三つの、証券取引委員会への届出書における予想情報の記載の禁止の理由のうち、第二の理由と第三の理由は互いに逆説的であるが、これについては、証券取引委員会の検事職 (attorney) にあった Heller が指摘しているところであるとする。⁽¹⁰⁾

すなわち、Hellerは、「連邦証券規制の下における開示の要求」と題した論文において、以下のように述べている。

「会社の将来の収益について判断することが投資者の重要な役割であるとするならば、なぜ投資者は、将来の収益について直接的な予想情報を会社経営者に求めることを認められていないのだろうか。この問に対する解答は、この問題については、一九三三年証券法が、排他的に管轄をもつものとされていることにある。投資者は、他の誰とも同じく所与の事実から将来を予測できるとの理解から、将来についての憶測と推測は、一九三三年証券法によって、投資者に任されている。

専門家は、専門的知識を有している専門の分野においてのみ権威をもって発言できるにすぎないのであり、専門職課程において、専門家としての訓練を受けたとしても、彼は全知全能の神となるわけではない。証券取引委員会は、会社が自らの権威において、または専門家の権威を借りて、その将来の収益を自ら予言しようとすることは、投資者を誤解に導くものであると判断してきた。その理由は、会社や専門家は、投資者が有能な者であつて、本来存在する由もない権威をもつものであることを主張していないことにある。⁽¹¹⁾」

証券取引委員会は、以上に挙げた三つの理由を根拠として、予想情報は、それ自身、誤解に導くものであるとしており、さらに、委任状勧誘についての規則である証券取引所法規則 14a-9の注においては、

以下に掲げる事柄（を記載すること＝筆者注）は、本条においては、特定の事実と状況のもとにおいては、（投資者を＝筆者注）誤解に導くものとされる。

と規定した上で、特定された将来の市場価値、収益及び配当額、の三つを挙げている。

このように、証券取引委員会は、従来、予想情報の届出書への記載を禁止してきたが、一九七〇年代に至って、証券取引委員会の立場は批判を浴びることとなった。

その端緒となったのは、ニューヨーク大学教授の Kripke が、ニューヨーク大学が発行する法律雑誌に著した「証券取引委員会と会計士——幻想と現実⁽¹²⁾」である。

Kripke は、証券取引委員会が採るソフト・インフォメーションの開示を禁止する立場を批判して、次のように述べている。

「考察しなければならない重要問題は、証券取引委員会が、その届出書において会社運営の結果についての予報 (forecast) 及び予想情報を記載することを禁じているという問題である。経済社会の構成員が、証券の価値を、将来の収入の集積に基づいて決定していることは、明白な事実である。したがって、予測情報は、あらゆる開示において究極の対象とされるべきである⁽¹³⁾」。

このように、Kripke は、予想情報の取引委員会に対する届出書における記載の禁止に反対するが、彼自身、証券取引委員会が禁止の根拠の一つとする、投資者は知的に洗練されていない、との主張については、これを否定するのではなく、次のように述べている。

「公衆は、会社経営者ほどには、ダイナミックな会社における、それぞれ異なった販売高の低下又は回復の程度及び、それぞれのラインにおける収益性について、複雑な会計事象がもつ意味、その結論、及びそれが含蓄するところを理解する能力に欠けている⁽¹⁴⁾」。

と。

一九七二年に至り、証券取引委員会の議長であった William Casey は予想情報の開示を禁止してきた証券取引委員会の政策を見直し、規定を設けるために、委員会の会議を開催した。

この会議の開催に際して Casey が採った立場は、収益について予報 (forecast) を目論見書及びその他の公開書類に記載するというイギリスの慣行を採用したものであった⁽¹⁵⁾。この会議における意見聴取は一月と二月に

行われ、一九七三年二月に至り、証券取引委員会は、「将来の経済的成果についての予想情報の開示についての報告書」を発行し、これによって、証券取引委員会は、開示制度における予想情報の取込の第一歩を歩み出した。が、この報告書は証券の発行者に予想情報の作成や開示を要求するものではなかった。

一九七五年四月に、証券取引委員会は、一九七三年の報告書の内容を実施するために、種々の提案を行い、

「予想とは、具体額、具体額の範囲もしくは具体額からの百分率割合によって示された、重要な将来の収益、売上、純利益又は一株当たりの利益について、(証券の「筆者注」)発行者によって作成された報告書、及び他人によって作成され、かかる内容を記載した報告書であって、(証券の「筆者注」)発行者によって追認 (confirmation) されたものを言う。」⁽¹⁶⁾

として、予想情報の内容を定義した。

しかし、法政策上、開示政策上、及び技術上の議論が生じたため、一九七六年四月に至り、証券取引委員会は、予想について提案したルールを撤回し、代わって、「予想についての会社・投資部会のアウトライン」に基づき、従前とほぼ同様な内容をもつ、一九三三年証券法ガイド六二および一九三四年証券取引所法ガイド四を設けた。⁽¹⁷⁾

その後、Sommer Report は、

「証券取引委員会は、会社に対して、証券取引委員会等に対する届出書において自発的に経営者の予想を開示すべきことを推奨する旨を記載した公開文書を発行すべきである。この登録方針をより魅力的なものとするために、証券取引委員会には、予想の発表について、幅広い裁量が認められるものとするべきである。」⁽¹⁸⁾

とする勧告を行ったほか、①全ての公開会社に予想情報を開示する資格を認めるべきこと、②予想情報の開示は推奨されるものとすべきものであって、強制されるものとすべきではないこと、③会社経営者は、予想の結果について、事後の説明を要求されないとすべきこと、④特定の情報を予測の内容として要求すべきではないこ

と、及び⑤会社の将来の経済的業績についての経営者による予測について、証券取引委員会は、免責規定を設けるべきことを、勧告した。¹⁹⁾

証券取引委員会は、Sommer Report を受容れ、一九七八年後半に至って、証券取引委員会の会社財政部会が作成したガイド「将来の経済的業績についての予想の開示 (Disclosure of Projections of Future Economic Performance)」を発行した²⁰⁾ほか、予想情報の開示を助長するために、一九七九年には、一九三三年証券法及び一九三四年証券取引所法に基づく免責規定を設けた。²¹⁾

この免責規定の内容は、予想情報の責任について、予想情報を記載した書面は、原告がこれが相当な基礎と誠実性を欠くことを主張・立証した場合にのみ、詐欺を構成するものと認められると規定したものであり、挙証責任を原告の負担としたものであった。

その後一九八二年に証券取引委員会は、開示制度を統合するための通牒を発し、開示制度の統合の一環として、一九七八年のガイド「将来の経済的業績についての予想の開示」を廃止し、新たに Regulation S-K の Item 10(b) を設けた。

二 予想情報と責任の回避

本稿一章(二)節においては、アメリカ合衆国における予想情報の取扱いの変遷について研究した。そこで、本章においては、ソフト・インフォメーションの一つである予想情報が開示されたものの、予想された結果と現実の結果が異なった場合の責任を回避するための制度および手法について研究する。

(一) 免責 (Safe Harbor) 規定と警告付加理論 (Bespeaks Caution Doctrine)

予想情報は、それが将来発生すべき事実についての情報であるため、不確定要素を包含し、現実の結果が予想された結果と異なったものとなってしまう、予想情報を信頼した投資者をミスリードし、投資者にリスクを負担させてしまう可能性が大きい。しかし、この場合、常に会社及び取締役について常に損害賠償責任が発生すると、会社及び取締役においては、予想情報の開示の意欲を失ってしまい、予想情報の開示によって達成される、会社と投資者との間における公正な情報の配分が行われず、会社における情報の偏在を許容する結果になってしまう。

そこで、設けられたのが、免責規定であり、判例法上認められるものが、警告付加理論である。以下においては、これらについて研究する。

1 免責規定

現在、免責規定は、一九三三年証券法規則一七五及び一九三四年証券取引所法規則335の二つであり、それぞれが異なった法律の規則であるために、引用される条文が異なっているが、その文言は全く同一であるので、ここでは、一九三三年証券法規則一七五を邦訳して掲げる。

一九三三年証券法規則一七五(発行者による陳述書書面についての責任 (Liability for Certain Statements by Issuers))

(a) 発行者により、または発行者により用いられた第三者たる調査人によって、作成された報告書であつて、本条(b)項が規定するものは、(本条(d)項が定義する) 詐欺的な報告書とは見做されない。但し、報告書が相当な根拠なくして作成又は追認された場合、及び報告書の開示が誠実に行われなかった場合は、この限りでは

ない。

(b) 本条前項の規定の適用は、以下に掲げる陳述に限定される。

(1) (本条(c)項が定義する) 未来展望型陳述であつて、証券取引委員会に届出られた書類に記載されたもの、様式 10-Q に基づく四半期報告書の第一部に記載されたもの、一九三四年証券取引所法規則 12a-3(b) 及び(c)若しくは 14c-3(a) 及び(b) に適合する株主への定時報告書に記載されたもの、未来展望型陳述を追認する書類であつて、当該書類が届出られた日、又は定時報告書が公に利用可能となつた日、以降に作成されたもの。未来展望型陳述であつて、届出済の書類、様式 10-Q に基づく四半期報告書の第一部、又は陳述が行われた後、相当な期間内に公に利用可能となつた定時報告書、において追認されたものである場合は、書類の届出日以前又は定時報告書が公に入手可能となつた日以前に作成されたもの。

〈以下省略〉

(c) 本規則における「未来展望型陳述 (forward-looking statement)」とは、以下に限定列挙されるものを言う。

(1) 収益、利益 (損失)、一株当たり利益 (損失)、資本出資、配当、資本構成又は、その他の財務諸項目の予想情報を含む陳述。

(2) 経営者による将来の運営についての計画及び目標についての陳述。

(3) 「経営者による財務状況と運営の成果についての討議と分析」の項目に記載される将来の経済的成果についての陳述であつて、Regulation S-K の三〇三項又は様式 20-F の九項に従うもの。

(4) 本条(c)項(1)号、(2)号、又は(3)号において規定された陳述の基礎となる推定的陳述およびこれに関連する推定的陳述。

(d)本規則における「詐欺的陳述 (fraudulent statement)」とは、重要な事実についての真実に反した陳述、重要事実についての虚偽又は誤解に導く陳述、陳述を誤解に導かないものとするために必要な重要事実についての陳述を怠ること、欺罔的な又は詐欺的な策略、計略、計画、取引、行為、慣行若しくは業務の執行を行うこと、及び詐欺をはたらくために技巧を凝らすこと、を言う。なお、本項において用いられる用語の用法は、一九三三年証券法及び同法に基づいて制定された規則、またはレギュレーションにおける用法と同一である。

2 警告付加理論

Langevoort教授によれば、この理論は、株主募集の書面のように、会社の将来についての予測、予想、予言、又は期待が記載された文書の作成に当たって、適切な警告の文言が付加された場合には、当該書面を証券詐欺を構成する虚偽記載の文書とは判断されないものとする理論である、とされる。また、Seligmanによれば、警告付加理論とは、予想情報で予想された結果と現実の結果が異なった場合に、予想情報に警告的文言が伴ったときは、これを開示した会社および取締役を詐欺の主張から防御する理論である、と説明される。⁽²³⁾

警告付加理論の内容を初めて示したのが何れの判決であるかについては、争いがあり、一九七七年の連邦ニュージャーシー地区地方裁判所の判決である *Polin v. Conduction Corp.* 事件⁽²⁴⁾ であるとするものと、⁽²⁵⁾ 一九八六年の連邦ニュージャーシー地区地方裁判所の判決である *Luce v. Edelstein* 事件⁽²⁶⁾ であるとするものがある。そこで、ここでは先ず *Polin v. Conduction Corp.* 事件から検討する。

イ *Polin v. Conduction Corp.* 事件

Polin v. Conduction Corp. 事件は、証券詐欺を理由として、訴が提起された事案である。被告 *Conduct-*

ron Corporation が一九六七年に作成した定時報告書には、見込損失額 ("anticipated" loss) の計上が記載されており、また一九六八年には、この結果、業績は改善を見せることが期待されており ("expected to show")、会社の収益は五分五分となる見込 ("possibility") である、との業績の見込が記載されていた。ところが、現実には見込損失額は計上されなかったため、定時報告書には虚偽の記載があるとして、Conduccion Corporation の株主である Howard Polin が、Conduccion Corporation に対して、証券取引所法一〇条(b)項等の証券詐欺規定違反を理由とする損害賠償を求めて訴えたのが、本件事案である。

判旨は、一九六七年に作成された定時報告書においては、報告事実を示すに際して、引用符が用いられた上で、"anticipated" "expected to show" 及び "possibility" など、当該事実が未確定であることを示す文言が用いられたことを認定して、このような用語法がなされている以上、定時報告書の記載は単に予想情報に過ぎない旨の警告を株主に対して与えている (Despeaks caution) ものと見られるので、定時報告書の記載は、その記載内容を担保していると言える程度のものではなかった、と判断した上で、定時報告書の記載には、虚偽の記載の事実はなかったとして、原告の請求を棄却した。⁽²⁷⁾

ロ Luce v. Edelstein 事件

Luce v. Edelstein 事件は、証券詐欺を理由として訴が提起された事案である。

本件では原告が、被告組合によって作成された offering memorandum における、予想情報である現金と税制優遇の見込額の記載が、現実に達成された額と異なったため、offering memorandum における、現金と税制優遇の見込額の記載について虚偽表示が存在する、として、Luce が、一九三四年証券取引所法一〇条(b)項等の証券詐欺規定違反を理由とする損害賠償を求めて訴を提起したのが本件であり、判旨は、予想情報である現金と税制優遇の見込額の記載について本件 offering memorandum では、それが予想情報であることを明示して

いること、及び現金と税制優遇の見込額の記載については、これが「必然的に投機性をもつこと」、及び予想情報の内容については、「これらの予想情報が実現されるかどうかは保証の限りではない」旨の、注意書が記載されていたことを認定して、offering memorandumには虚偽の記載はないとして、原告の請求を棄却した。⁽²⁸⁾

以上見てきた二つの判決は、いずれも、警告付加理論に基づいて結論を下したものであったが、Polin v. Conduction Corp. 事件の判決は、引用符が用いられた上で、“anticipated” “expected to show” 及び “possibility” など、当該事実が未確定であることを示す文言が用いられたことを認定して、警告付加理論を適用したものであって、警告付加理論の先駆と評することができるが、Luce v. Edelstein 事件の判決は、予想情報であることが明示されていること、及び注意書が付されていることを認定しており、警告付加理論が適用されるための要件を一層明確に示したものと評することができる。しかし、いずれの判決も、警告付加理論の根拠を説くものではなかった。これに対して、次に検討する一九九二年の連邦ニュージャージー州地方裁判所の判決である In Re Donald J. Trump Casino Securities, Litigation 事件の第一審判決は、警告付加理論の根拠を述べており、注目に値する判決である。

ハ In Re Donald J. Trump Casino Securities, Litigation 事件の第一審判決⁽²⁹⁾

Taj Mahal は、ニュージャージー州アトランティック・シティに存在するホテル及びカジノの複合施設の名称であった。これら施設の企画は、当初 Resorts Internationals 社によって行われたが、後に、Taj Mahal は、被告パートナーシップである Trump 社によって買収された。

一九八八年に至り、Trump 社は、Taj Mahal の運営の資金を確保するために、一九八八年一月九日付の日論見書に基づいて、利率一四％の第一順位抵当権付債券を発行し、Merrill Lynch 社が、六億七千四百万ドル相当の債券を元引受した。

その後、Trump 社は、破産法第一章に基づく破産を申請し、更生計画が認められた。その中で、Trump 社の破産を知った債権者らが、債券の発行に際して用いられた目論見書には虚偽記載と記載の欠落が存在し、証券取引所法一〇条(b)項等の証券詐欺規定に違反しているとして、Trump 社に対して、損害賠償を請求する訴を提起した。

その後、一九九一年五月に至り、訴訟の両当事者は仮の和解 (tentative settlement agreement) に達し、「合意事項の覚書 (Memorandum of Understanding)」と題した文書を作成した。

この覚書においては、原告らが、和解が本件事案の公正な処理方法であると信じているかどうかを確認するために、「確認のための真実発見 (confirmatory discovery)」を行うものとされたが、「確認のための真実発見」の結果、原告らは、「合意事項の覚書」を撤回し、訴を継続することとした。

訴因の第一は、目論見書には、一九三三年証券法一一條、一二條(a)項、及び一五條が規定する、重要事実についての不実記載及び当該目論見書を誤解に導くものとしないうるために必要な重要事実についての記載の欠落が存在することであって、訴因の第二は、一九三四年証券取引所法一〇条(b)項及び証券取引所法規則 10b-5 に違反して、目論見書には不実記載が存在することであった。

判旨が認定した事実によれば、当該目論見書は長大なものであって、しかも、詳細に記述されていた。その第一頁には、まず冒頭に、太字で「投資者がある事項について考察するに際して特に検討すべき事項」と書かれた注意書が記載されており、続いて、第三頁には「目論見書の要約」と太字で題された文章が記載されており、その内容は、「Taj Mahal は、その完成の暁には、大西洋地区における最大のカジノとホテルの複合施設となる。」というものであった。また目論見書の第三頁の目論見書の要約の項には、第四頁に記載されている「特に検討すべき事項」と題されて記載された文章の大意が記載されており、第四頁は、「特に検討すべき事項」と題されて、

次のように記載されていた。

「債券に対して投資する際には、特に検討されなければならない問題がある。

それらの問題とは、①当該パートナーシップの債務弁済能力の問題、②パートナーシップが発行した債券が有効かどうかという問題、③詐欺的譲渡に関する法律の適用の可能性という問題、④Taj Mahalの建設とその運営についてのリスクという問題、⑤Trump Completion Guarantyと言ふ文言の意味は何かという問題、⑥将来予想される利害対立の問題、⑦競争企業の有無の問題、⑧責任の制限の問題、⑨Taj Mahalの経営者についての問題、⑩債券の保有に影響を及ぼす規制の有無の問題、⑪債券について公の市場が存在しないという問題、⑫保険を付さなければならぬかという問題、及び、⑬Taj Mahalの金銭的評価の問題である。」

と。

なお「特に検討すべき事項」の項は、イタリック体で書かれた次の文章で始まっており、その内容は以下の通りであった。

「債券の購入の判断を下すに際して、投資者は、以下の要因、とりわけ目論見書の記載事項のうち、大きな反対影響をもたらす、パートナーシップの運営情況と債券の支払要件に副った支払を会社に対してなしようかどうかという点、及び債券について十分な担保が存在するかどうかという点を、検討すべきである。」

判旨は、

「訴を棄却させるため、被告は、次のような主張をした。それは、目論見書には警告が記載されている (Be-speaks caution) のであるから、訴状によって特定された陳述と表示の懈怠は訴の対象とはならない (not actionable) との主張であった。⁽³⁰⁾……I. Mezar v. Oppenheimer & Co. 事件において第二巡回控訴裁判所の判

決は、警告 (bespeaks caution) が与えられていることは、(原告によって主張されている虚偽表示と表示の解意⁽³¹⁾筆者注) を誤解に導く程度に重要なものではないとした (not materially misleading)。……これに対して被告は、警告が付された目論見書は、虚偽表示(警告が付されなかった表示⁽³²⁾筆者注)を(警告が付されたこと)によって、虚偽表示ではなく完全な表示となった表示⁽³²⁾筆者注)に置き換える、と主張する。……(つまり、被告の主張によれば、当該表示は、⁽³²⁾筆者注)適切な警告が付されたならば、完全な開示がなされたことと全く同一なこととなる。……(このように、警告が付されたことの効果については、見解が二つに分かれているが⁽³³⁾筆者注)、私は、警告が与えられたことの法律効果の問題としては、後者の立場に賛成する。……もつとも、警告付加理論は、目論見書における将来についての予想 (projections)、推測 (estimates) 及び予報 (forecasts) についてのみ適用される。⁽³⁴⁾」

二 In Re Donald J. Trump Casino Securities, Litigation 事件の控訴審判決

In Re Donald J. Trump Casino Securities, Litigation 事件の控訴審判決である連邦第三巡回控訴裁判所の一九九三年の In Re Donald J. Trump Casino Securities, Litigation 事件の判決は、次のように述べて、*Bespeaks Caution Doctrine* の法律効果を、第一審が述べたところと異なつて理解することを明らかにしている。

「本件で虚偽記載として主張されたのは、目論見書中の、パートナードシップの支払能力についての記述であったが、⁽³⁵⁾筆者注) 本件に戻つて考えると、(目論見書の記載に⁽³⁵⁾筆者注) 伴う警告と警告的文言は、(投資者を⁽³⁵⁾筆者注) 誤解に導くという結果を阻止する効果を持つ。……目論見書は、明確にかつ正確に本件債券は極度にリスクイであるとして投機的であり、パートナードシップの支払能力は不確かであることを警告している。このような状況の下で、分別がある陪審員は、誰も、当該予想情報が分別ある投資者をして重要な影響を与えた、

とは考えないであろう。⁽³⁶⁾」

このように、控訴審判決は、警告付加理論の法律効果は、原告によって虚偽表示と主張された目論見書の記載を、法律上、重要性がないもの (immaterial) とすることにある、と理解している。

アメリカでは、証券の取引に際しての虚偽記載または事実の不開示を理由として、証券詐欺の責任を追及するには、当該虚偽記載又は事実の不開示が重要性を持たなければならない。この控訴審判決の立場によると、原告(本件控訴人)が主張する虚偽記載の事実については、法律上重要性がない (immaterial) ので、控訴審判決は、控訴人の主張には訴因が述べられていないことを根拠として、原審の結論を支持して、控訴を棄却 (Dismissal without prejudice) した。⁽³⁷⁾

三 結論

本稿では、「予想情報の開示と責任」と題して、アメリカにおけるソフト・インフォーメイションについての開示規制と責任の回避の問題について研究した。

わが国においては、証券取引法四条が規定する有価証券の募集又は売出行を行うに際して届出書の提出が要求されておられ(証券取引法四条)、届出書提出と添付書類について規定する証券取引法五条は、「前条第一項又は第二項の規定による届出をしようとする発行者は、……大蔵省令で定めるところにより、次に掲げる事項を記載した報告書を大蔵大臣に提出しなければならない。」と定めており、企業内容の開示に関する省令の八条は、

「法第五条第一項の規定により有価証券届出書を提出しようとする発行者は内国会社にあつては第二号様式……により有価証券届出書三通を作成し、大蔵大臣等に提出しなければならない。」

と規定している。そして第二号様式の（記載上の注意）2 個別事項の（サ）資金収支の状況の(2)今後の資金計画等は、

「(1)により資金収支の実績を記載した期間の経過後六箇月の資金計画又は資金収支の見込を(1)に準じて記載すること。」

と規定している。

このように、わが国においては、証券取引法上の制度として、ソフト・インフォメーションの開示が要求されている。

また商法上の制度として、計算書類規則四五条一項五号が規定する営業報告書における「会社が対処すべき課題」の開示の一環として、将来の予定などの情報の開示が期待されている、との指摘もある。³⁸⁾

さらに、証券取引所の制度としては、平成元年三月に、東京証券取引所は、「会社情報適時開示の手引き」を作成したが、その第一部「総説」の 4 「適時開示の時期・方法」の(1)のbには、

「会社内で検討中でまだ決定されていない事項について、その情報が漏洩していると認められるような噂が流布され、株価等に異常な動きがある場合には、適時開示が要請されます。噂が全く誤りである場合あるいは不正確である場合には、速やかにそれを否定あるいは明確にする必要があります。また噂の内容が正確である場合には、その進行の状況等について直ちに開示することが必要です。未決定あるいは未確定であるという理由で無為に放置しますと、公正な価格形成を阻害するばかりでなく、その上場会社自体に対する信頼も失うおそれがありますので、適時開示について上場会社の積極的な対応が望まれます。³⁹⁾」

と記載されており、証券取引所の制度としても、ソフト・インフォメーションの開示を推奨している。

筆者は、市場理論としては制限付情報均等論が正当であると考えるが、公正な市場の達成のためにも、また内

部情報を用いたインサイダー取引を未然防止するためにも、予想情報の開示は積極的に行われるべきであると考えられる。

ところで、日本において予想情報の開示が行われているとして、予想情報は、将来生ずるであろう結果を予想した情報であるので、当然予想された結果と、現実の結果とが食い違ってしまうことが多い。このような場合に取締役及び会社の責任が過度に追及されると、予想情報を開示しようする意欲を損なってしまう。アメリカでは、予想情報の開示について、法によって免責規定が設けられたり、判例によって警告付加理論が認められており、これらは、我が国における将来の立法等を考えるときに、参考となる。なお、アメリカにおける予想情報の開示に関する問題、特に警告付加理論を詳細に研究することができなかった。他稿に譲りたい。本稿におけるアメリカ合衆国の法令の条文の引用は、*Ratner & Hazen, Securities Regulation—Selected Statutes, Rules and Forms 1991 ed.* にやりました。

(平成八年八月二〇日脱稿)

- (1) 東京地裁平成四年九月二五日・平成三年特(ホ)第一五〇四号証券取引法違反事件・判時一四三八・一五一、金判九一一・三三五、判タ八一四・二三七(一九九二)。
- (2) 並木和夫・内部者取引の研究一七二以下(一九九五)。なお、ソフト・インフォメーションについては、森田章、企業内容開示制度(一九九一)、及び尾崎安央、企業のソフト情報の開示規制とその問題点(一)早法六七・一・五五(一九九一)、(二)早法六七・一・五五(一九九二)、等の優れた論稿がある。
- (3) Schneider, *Soft Information : Counseling on Directors*, 2 18th Ann. Inst. Sec. Reg. 351, 355 (1986)。
- (4) Loss & Seligman, *II Securities Regulation*, 632 (3d ed 1989)。
- (5) Report of the Advisory Comm. on Corp. Disclosure to the SEC, House Comm. on Interstate & Foreign Commerce, 95th Cong., 1st Sess. (Comm. print 1977)。

- (9) Sommer Report, *supra* note 5, at 348.
- (7) Loss & Seligman, *supra* note 4, at 624.
- (8) Loss & Seligman, *ibid.*
- (6) Loss & Seligman, *ibid.*
- (10) Loss & Seligman, *ibid.*
- (11) Heller, Disclosure Requirements under Federal Securities Regulation, 16 Bus. Law. 300, 304, 307 (1961).
- (12) Kripke, The SEC, The Accountants, Some Myths and Some Realities, 45 N. Y. U. L. Rev. 1151 (1970).
- (13) Kripke, *id.* at 1197.
- (14) Kripke, *id.* at 1198.
- (15) Sec. Ex. Act Rel. 9844 (1972).
- (16) Sec. Act Rel. 5581, 6 SEC Dock 746, 754 (1975).
- (17) Loss & Seligman, *supra* note 4 at 631. なお、カインズの詳細は、森田章「ソフトウェア・インフォメーションの開示・証券研究六五・四九、六八—七〇 (1982) を参照。
- (18) Report of the Advisory Comm. on Corp. Disclosure to the SEC, House Comm. on Interstate & Foreign Commerce, 95th Cong., 1st Sess. 353 (Comm. Print 95-2, 1977).
- (19) *Id.* at 354.
- (20) Sec. Act Rel. 5992, 16 SEC Dock. 81 (1978).
- (21) Sec. Act Rel. 5993, 16 SEC Dock. 90 (1979).
- (22) Langvoort, Disclosure that "Bespeaks Caution," 49 Bus. Law. 481, 481 (1994).
- (23) Seligman, The SEC's Unfinished Soft Information Revolution, 63 Fordham L. Rev. 1953, 1977 (1995).
- (24) Polin v. Conductron Corp., 522 F. 2d 797 (1977).
- (25) In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, 793 F. Supp. 543, 559 (D. N. J. 1992).
- (26) Luce v. Edelstein, 802 F. 2d 49 (2d Cir. 1986).
- (27) Polin v. Conductron Corp., *supra* 24 at 806, n. 28.

- (28) Luce v. Edelstein, *supra* note 26, at 56.
- (29) In Re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, *supra* note 25.
- (30) In Re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, *id.* at 548.
- (31) In Re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, *id.* at 551.
- (32) In Re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, *id.* at 552.
- (33) In Re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, *ibid.*
- (34) In Re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, *id.* at 554.
- (35) In Re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, 7 F. 3d 357 (Cir. 1993).
- (36) In Re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, *id.* at 373.
- (37) In Re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, *id.* at 377.
- (38) 参照、稲葉威雄、別冊商事法務五九・改正商法関係法務省令の解説・三二（一九八二）。
- (39) 東京証券取引所、会社情報適時開示の手引き・平成元年三月四（一九八九）。