

## 意見と虚偽記載

英文タイトル：Opinion and Misstatements

湯原心一

### 概要

本稿では、意見がどのような場合に虚偽記載等に該当しうるのかを検討した。特に、米国の *Virginia Bankshares* 判決と *Omnicare* 判決を検討した上で、金融商品取引法の下で、意見が虚偽記載、法定事項不記載または誤導的不記載（虚偽記載等）に該当しうるのか検討した。本稿の結論は、次の通りである。第1に、意見は、金商法における虚偽記載、法定事項不記載及び誤導的不記載のいずれに該当する可能性もありうる。第2に、金商法には、無過失責任と立証責任が転換された過失責任の規定があるが、無過失責任の規定に基づく場合には、原告が、過失を立証せずとも意見が虚偽記載等に該当することを立証しうる。第3に、合理的な根拠が存在しないからといって、必ずしも、虚偽記載または誤導的不記載に該当するわけではない。

### 目次

- I 序論
- II 米国判例の検討
- III 金融商品取引法の下における意見
- IV 結論

#### I 序論

金融商品取引法（以下、「金商法」という。）に基づき開示される情報は、講学上、情報が開示された時点において既に歴史的事実となっている情報（以下、「ハード情報」という。）とこれ以外の情報（以下、「ソフト情報」という。）に分類される<sup>1</sup>。ハード情報については、虚偽記載等（本稿において、虚偽記載等とは、虚偽記載、法定事項不記載及び誤導的不記載を意味するが、詳細について III2（1）参照）であるかの判断が、開示された情報と

---

<sup>1</sup> 尾崎安央「企業のソフト情報の開示規制とその問題点（1）」早法 67 卷 1 号 55 頁～56 頁（1991）（以下、「尾崎・ソフト情報」という。）、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」早法 77 卷 3 号 19 頁（2002）も参照。

歴史的事実との差異という形でなされることになろう。他方、ソフト情報は、将来に対する予測や開示した者の意見や評価を含み<sup>2</sup>、これらの場合には、虚偽記載等といえるかどうかの判断が難しい場合が少なくない<sup>3</sup>。投資判断のための情報として、過去の事実だけでなく、将来に関する情報も重要である<sup>4</sup>。本稿では、どのような場合に意見 (opinion) が金商法上の虚偽記載等に該当しうるのかを検討する<sup>5</sup>。例えば、会社の取締役が有価証券報告書によって「当社の内部統制は万全であり、いかなる不祥事も発生し得ないと信じている」という意見を開示したとして、当該取締役の意見が虚偽記載等に該当することがありえるだろうか。意見が虚偽記載に該当するのだとしたら、どのような場合であろうか。

本稿の構成は、次の通りである。第 II 節において、米国判例を検討して、検討の論点を得る。対象とするのは、意見に関する連邦最高裁判例である *Virginia Bankshares* 判決と *Omnicare* 判決である。第 III 節では、米国判例において検討された諸論点について、金融商品取引法の下においてどのような示唆を得ることができるかを検討する。第 IV 節は、結論である。

## II 米国判例の検討

### 1 序論

意見は、序論における例のように典型的には、「○○であると思われる」や「○○であると考えている」という記載によって開示される。また、そこで議論の対象となる事項には、

---

<sup>2</sup> 森田章「ソフト・インフォメーションの開示——業績予測を中心として」証券研究 65 号 51 頁 (1982)、岸田雅雄『証券取引法〔第 2 版〕』239 頁 (新世社、2004) (ソフトインフォメーションとして、①予測、予想等の将来に関する情報、②内容の正確性についての客観的な資料を欠く情報、③主観的な評価に関する情報、④動機、目的または意図に関する情報等を挙げる)、藤林大地「ソフト情報の開示は如何なる場合に虚偽記載等となるか——米国連邦最高裁 *Omnicare* 判決を契機として——」岸田雅雄先生古稀記念論文集『現代商事法の諸問題』903 頁 (成文堂、2016)。

<sup>3</sup> 岸田・前掲注 (2) 239 頁。

<sup>4</sup> 尾崎・ソフト情報・前掲注 (1) 57 頁、尾崎安央「文章による企業財務情報の開示」長浜洋一教授還暦記念『現代英米会社法の諸相』312 頁注 4 (成文堂、1996) (将来情報が投資家だけでなく、すべての会社利害関係人にとって重要である旨の指摘)、下中和人『ソフト・インフォメーションの開示の法的課題』1 頁 (兵庫県立大学政策科学研究所、2012)、尾崎安央「開示制度に関する覚書 (金融商品取引法上のディスクロージャー制度に関する課題)」別冊商事 369 号 54~55 頁 (2012)。

<sup>5</sup> ソフト・インフォメーションが問題となる場合の例として、①業績予想や②会計処理における将来の見積もりが関係する場合などが考えられる。本稿は、ソフト・インフォメーションが問題となる場合のうち、当該情報が意見として提示されるというごく一部のケースを検討するものにすぎない。①②のそれぞれの場合で、既に優れた研究がある。①の検討として、公益財団法人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」(2011 年 7 月 29 日)、林謙太郎「上場会社の業績予想開示に関する実務上の取扱いの見直しの概要」資本市場 320 号 (2012)、黒沼悦郎『金融商品取引法〔第 2 版〕』262~264 頁 (有斐閣、2020)。②の検討として、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」早法 67 巻 2 号 1 頁 160~164 頁 (1992)。

過去の事実だけでなく、現在の事実や将来の予測が含まれる。未来は、不確定であるため確実性・信頼性・客観性等の点において劣り、開示情報としての質の問題が存在する<sup>6</sup>。すなわち、将来の予測などは、意見で述べられた予測と将来の結果が異なる場合が発生する<sup>7</sup>。例えば、「今年度の売上も前年度並みになると予想する」という開示をなした後に、大規模な感染症によって売上が大幅に減少する場合、上述の開示による予測は、外れたと言わざるを得ないであろう。しかし、①将来の予測について、その予測のすべてが当たると考えるのは現実的ではないから、将来の予測が外れたことについてすべて責任を負わせるのは妥当とはいえない<sup>8</sup>。また、②企業価値が将来の事業に基づき決定されることに鑑みれば、情報開示において将来情報を開示することも投資判断に資することに鑑み、予測が外れた場合にも責任を負わないとすることによって、発行者に対して将来情報の開示を促すことができる<sup>9</sup>。すなわち、将来情報や意見については、その意見と異なる事実が判明した場合にも、その表示について責任が生じない類型が考えられ、また、そのような類型が存在することが望ましいということになる<sup>10</sup>。では、意見について、責任が全く生じないのだろうか。結論からいえば、意見として表示されたものであっても、虚偽記載等に該当し、ひいては責任が生じうる場合が考えられる。

この点について米国で争われた著名な最高裁判決として、1991年の *Virginia Bankshares*<sup>11</sup> 事件と 2015 年の *Omnicare* 事件<sup>12</sup>がある。

<sup>6</sup> 尾崎・ソフト情報・前掲注(1) 56頁。

<sup>7</sup> 尾崎・前掲注(4) 54頁。

<sup>8</sup> 黒沼・前掲注(5) 262頁。

<sup>9</sup> 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」奥島孝康教授還暦記念『比較会社法研究〔第1巻〕』170頁(成文堂、2000)、岸田・前掲注(2) 239頁。

<sup>10</sup> 例えば、①米国 1995 年証券民事訴訟改革法(PSLRA: Private Securities Litigation Reform Act of 1995) (The Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737 (1995)) における将来情報に関するセーフハーバー(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 47 巻 3 号 433~440 頁(1997)、尾崎・前掲注(9) 178~180 頁、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』140~141 頁(弘文堂、2004))、②注意表示の法理(bespeaks caution doctrine)(並木和夫「予想情報の開示と責任」法学研究 70 巻 1 号 81~87 頁(1997)、尾崎・前掲注(9) 173~176 頁、黒沼・前掲・アメリカ証券取引法・141~142 頁、下中和人「アメリカにおける将来情報の開示と注意の喚起」正井章箒先生古稀祝賀『企業法の現代的課題』333 頁(成文堂、2015))、③1933 年証券法証券法規則 175(並木・前掲・79~81 頁、尾崎・前掲注(9) 171~172 頁)、④誇張(puffery)の法理(本稿注 44 参照)がある。

<sup>11</sup> *Va. Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083 (1991). 評釈として、志谷匡志「*Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 111 S. Ct. 2749 (1991)」アメリカ法 1992-2 号 370 頁(1992)、梅津昭彦「委任状説明書に対する信頼と不実表示に基づく救済——*Sandberg v. Virginia Bankshares, Inc.*, 891 F.2d 1112 (4th Cir. 1989)」商事 1321 号 27 頁(1993)(原審)、黒沼悦郎「委任状説明書における不実表示の重要性と因果関係の立証——*Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083 (1991)」商事 1446 号 32 頁(1997) 参照。

<sup>12</sup> *Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund*, 575 U.S. 175, 135 S. Ct. 1318 (2015). 藤林・前掲注(2) 894~901 頁、拙稿「証券法 11 条に基づく意見に関する責任——*Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund*, 135 S. Ct. 1318 (2015)——」アメリカ法 2016-1 号 193 頁(2016)、飯田秀総「最近の米国証券訴訟判例

*Virginia Bankshares* 事件は、米国証券取引所法<sup>13</sup>（以下、「取引所法」という。）14条(a)項<sup>14</sup>及び同法規則 14-9<sup>15</sup>に基づく委任状勧誘書類における虚偽記載が争われた。本稿が議論の対象とするとして意図するのは、主に、有価証券報告書や有価証券届出書への虚偽記載であり、必ずしも委任状勧誘書類ではないが、同事件は、意見と虚偽記載の関係を考える上での基礎となるため、ここで検討する<sup>16</sup>。

*Omnicare* 事件は、意見の記載について、証券法<sup>17</sup>（以下、「証券法」という。）11条<sup>18</sup>に基づく責任が追及された。同条が無過失責任を定めていることから、この点との関係で分析が有用である。

以下、順に検討する。

## 2 *Virginia Bankshares* 事件

### (1) 事実の概要

*Virginia Bankshares* 事件の事実の概要は、次の通りである。First American Bankshares, Inc.（以下、「FABI」という。）は、米国銀行法上の銀行持株会社（bank holding company）であり、85%の株式を保有するFirst American Bank of Virginia（以下、単に「Bank」という。）を完全子会社であるVirginia Bankshares, Inc.（以下、「VBI」という。）に合併させ、Bankの少数株主を締め出す取引を行った<sup>19</sup>。Bankの15%の株式は、2000名ほどの少数株主が保有していた<sup>20</sup>。FABIが雇った投資銀行は、少数株主が保有する株式について、1株当たり42ドルが公正な価格（fair price）であるとの意見を提出した<sup>21</sup>。取締役らは、合併の承認を決議する株主総会のために委任状を勧誘した<sup>22</sup>。

そして、本稿との関係では、次の点が重要であるが、委任状の勧誘に際して、取締役らは、少数株主が「高い」価値（high value）を実現できると記載し、また、別の箇

---

の日本法への示唆」商事2146号45～46頁（2017）、石田真得「米国のクラスアクション・代表訴訟の最近の動向——証券クラスアクション——」日本取引所金融商品取引法研究7号2～9頁（2017）。原審の評釈として、藤林大地「意見の不実表示および会社の欺罔の意図の意義——*In re Omnicare, Inc. Securities Litigation*, 769 F.3d 455 (6th Cir. 2014)」商事2081号57～62頁（2015）。

<sup>13</sup> Securities Exchange Act of 1934, 48 Stat. 881, Pub. L. No. 73-291 (codified at 15 U.S.C. § 78a *et seq.*).

<sup>14</sup> 15 U.S.C. § 78n(a).

<sup>15</sup> 17 C.F.R. § 240.14a-9 (1990).

<sup>16</sup> *Virginia Bankshares* 事件は、委任状勧誘に基づく虚偽記載における取引因果関係についても判示しているが、本稿での関心が意見における虚偽記載であるため、因果関係に関する論点については省略する。

<sup>17</sup> Securities Act of 1933, 48 Stat. 74, Pub. L. No. 73-22 (codified at 15 U.S.C. § 77a *et seq.*).

<sup>18</sup> 15 U.S.C. § 77k.

<sup>19</sup> *Virginia Bankshares*, 501 U.S. at 1087-88.

<sup>20</sup> *Id.* at 1088.

<sup>21</sup> *Id.*

<sup>22</sup> *Id.*

所では、少数株式に対して 42 ドルが「公正な」価格 (fair price) であると記載した<sup>23</sup>。問題となった記載は、具体的には、次のようなものである<sup>24</sup>。

合併計画は、取締役会に承認された。なぜなら、それが Bank の公の株主が保有する株式について高い価値を実現する機会を提供するからである。

株主総会で合併が決議された後、原告である Sandberg は、バージニア州東部地区合衆国地方裁判所に①取引所法 14 条 (a) 項及び同法規則 14a-9 並びに②州法に基づく信託義務違反に基づく損害賠償を求めて訴えを提起した<sup>25</sup>。特に、①について、Sandberg は、取締役が 42 ドルという価格が高いこと、及び、合併の条件が公正であることを信じていなかったと主張した<sup>26</sup>。正式事実審を経て、陪審は、取引所法規則 14a-9 違反を認め、Sandberg に対して 1 株当たり 18 ドルの損害賠償を認めた<sup>27</sup>。第 4 巡回区合衆国控訴裁判所は、地裁の判決を維持した<sup>28</sup>。最高裁判所は、裁量上訴を受理した<sup>29</sup>。被告らは、上述のように不明確で確かめることのできない意見 (opinion) または信念 (belief) の記載は、取引所法規則 14a-9 における重要な事実の記載となり得ないと主張した<sup>30</sup>。

## (2) 判旨

法廷意見は、スーター裁判官が執筆した。本件では、多数意見の他に 3 つの意見が執筆されているが、これらの意見に対する同調は、表 1 で示す通りである<sup>31</sup>。以下で示す判旨については、レーンクイスト首席裁判官、ホワイト裁判官、マーシャル裁判官、ブラックマン裁判官、オコナ裁判官及びケネディ裁判官が同調した。

原判決破棄差戻し。

①「我々は、まず、理由、意見または信念の記載 (statement) それ自体が請求を基礎づけるに足るものかを検討する。このような記載は、定義上、記載をする者が (speaker's) 意識的に考えていること (mind) を表現する趣旨の (purport to express) ものであるから、我々は、陪審員の評決を、取締役らの信念及び意見の記載が、取締役らがそのような信念また

---

<sup>23</sup> *Id.*

<sup>24</sup> *Id.* at 1090.

<sup>25</sup> *Id.* at 1088. *Virginia Bankshares* 事件は、取引所法 14 条 (a) 項に基づく責任であるが、最高裁判所は、欺罔の意図 (scienter) が責任の要件となるかについて判断を留保した (*Virginia Bankshares*, 501 U.S. at 1090 n.5.)。この点、取引所法 14 条 (a) 項に基づく責任に関する最高裁判決は、未だに存在しないが、欺罔の意図の立証は必要ないという裁判例が多いようである (JAMES D. COX ET AL., *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 935 (9th ed. 2020))。

<sup>26</sup> *Virginia Bankshares*, 501 U.S. at 1088-89.

<sup>27</sup> *Id.* at 1089.

<sup>28</sup> *Sandberg v. Va. Bankshares, Inc.*, 891 F.2d 1112, 1126 (4th Cir. 1989).

<sup>29</sup> *Va. Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 495 U.S. 903 (1990).

<sup>30</sup> *Virginia Bankshares*, 501 U.S. at 1090.

<sup>31</sup> スカリア裁判官の意見は、一部同意・結論同意意見 (concurring in part and concurring in the judgment) であり、また、スティーブンス裁判官及びケネディ裁判官の意見は、一部同意・一部反対 (concurring in part and dissenting in part) であった。

表1 Virginia Bankshares の意見と同調

	多数意見			Scalia 意見	Stevens 意見	Kennedy 意見
	I	II	III・IV			
Souter, J.	執筆	執筆	執筆	同調		
Rehnquist, C.J.	同調	同調	同調	同調		
White, J.	同調	同調	同調	同調		
Marshall, J.	同調	同調			同調	同調
Blackmun, J.	同調	同調				同調
O'Connor, J.	同調	同調	同調	同調		
Scalia, J.	同調		同調	執筆		
Kennedy, J.	同調	同調				執筆
Stevens, J.					執筆	同調

は意見を持たずに表明されたと認定したものと解し、我々の検討も記載がそのようになされたものに限定する。」<sup>32</sup>

②「〔取引所法〕14条(a)項に基づく責任における重要性の要件は、TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1975)において、一定の議論がなされたが、そこで、我々は、『もし、合理的な投資家がどのような投票をするのか決定する際に重要 (important) だと考える相当の可能性 (substantial likelihood) があるのであれば』、事実が重要 (material) であると判示した。我々は、会社の取締役による推奨やそれを推奨する理由の説明についての信念の記載がそのような重要性を有する可能性があることを否定することはできないと考える。」<sup>33</sup>

③「このような記載は、〔㉞〕取締役らが理由として述べられたことのために行動したか、又は、記載された信念を有しているという点、及び、〔㉟〕理由や信念が表示された主題 (subject matter) という点の、2つの意味で事実〔の記載〕である。……取締役らの勧告又は信念の記載の理由は、……特性上、書面化される会社の記録の問題であり、原告の支配の及ばない歴史的事実の証拠により主張及び反論がなされる。そのような証拠は、会社の議事録や取締役ら自身のその他の記載を含み、また、事実に関して合理的基礎となる状況証拠、主張された理由及びそれらの理由が推奨又はその他の行動の基礎となる記載の誠実性 (honesty) などを含み、ドルやセント等の価値評価に関する理由や信念である場合には、特に、明白になる。」<sup>34</sup>

④「〔被告による〕異議は、商業の文脈におけるそのような断定的な (conclusory) 言い方が、それらが正確であると正当化できる事実 (それがなければ誤解を招くものとなる) に基づく根拠に依拠していると合理的に理解されるという事実を無視している。立証可能な事実は、推論に基づく商業的な判断を行う良い理由を提供するか、または、不利に作用す

<sup>32</sup> Virginia Bankshares, 501 U.S. at 1090.

<sup>33</sup> Id.

<sup>34</sup> Id. at 1092.

る。また、そのような判断の表示 (expressions) は、より明確な記載と同様に真実又は虚偽の知識を明らかにするものである。さらに、立証可能な事実は、一般的な証拠手続きを通じて、それらの基礎となる正当化が実証され、又は、その存在が否定されることで防禦又は攻撃される。……本件では、42 ドルが『高い』か、及び、提案が少数株主にとって『公正』であるかは、Bank の資産に関する立証可能な事実に拠り、また、経営の実際及び潜在的な水準に拠るのであり、これは承認される価値評価の手法に従って評価され、42 ドルよりも高いか低いか、または、それ以上か、それ以下であることの根拠となるのである。』<sup>35</sup>

⑤「我々は、不開示に係る信念や不信念だけでは、〔取引所法〕14 条 (a) 項に基づく責任には不十分であると考え。……一方において、不信念や不開示に係る動機のみを証拠があり、主題に関する記載に欠陥があるという証拠が存在しないという事案は稀であろう。……他方、不信念や不開示に係る動機のみに基づき委任状が主題について虚偽でも誤導的でもないことの立証なしに責任を認めることは、〔取引所法〕14 条 (a) 項の訴訟を、ある懐疑的な裁判所が言うには、取締役の汚れた内心の不純物に対して認めることになる。……それゆえ、我々は、不信念や不開示に係る動機のみでは、〔取引所法〕14 条 (a) 項に基づく要件事実を満たすには不十分であると判断する。』<sup>36</sup>

### (3) スカリア裁判官の意見

「私が理解するところでは、『取締役らの意見では、これは株式にとって高い価値である』という記載は、実際に高い価値ではなく、かつ、取締役らがそれを知っている場合に、責任を生じる。もし、実際に高い価値ではなく、しかし、取締役らがそれを信じていた場合には、責任を生じない。』<sup>37</sup>

### (4) 検討

#### 判旨の要約

判旨①から⑤までの内容を要約すると、次の通りである。

第 1 に、判旨①は、本件において問題となった記載について、取締役らは、自らが考えていたことと異なる記載をしたという事実認定を指摘している。

第 2 に、判旨②は、①において提起された理由、意見または信念の記載によって訴訟を提起することができるかという問題について、提起できると判断する。

第 3 に、判旨③は、意見の記載が事実の表示に当たること、また、その表示は、⑦取締役がその理由ゆえに行動したという事実、及び、④理由や信念が表示された主題 (subject matter)<sup>38</sup> についての記載という 2 つの点で事実の表示にあたると指摘する<sup>39</sup>。

<sup>35</sup> *Id.* at 1093–94.

<sup>36</sup> *Id.* at 1093–94.

<sup>37</sup> *Virginia Bankshares*, 501 U.S. at 1108–09 (Scalia, J., concurring in part and concurring in the judgment).

<sup>38</sup> 黒沼・前掲注 (11) 33 頁 (「問題の事柄」という訳語をあてる)。

<sup>39</sup> この部分について、「合併理由の表示は、取締役がその理由ゆえに行動したという趣旨の表示で

第4に、判旨④は、意見には根拠となる事実があり、その根拠の有無によって、虚偽記載か否かが争われると指摘する。

第5に、判旨⑤は、取締役らが表示された意見と異なる意見を内心に抱いていたとしても、それだけでは責任を生じないと判示する。

なお、本稿では詳しく検討しないが、スカリア裁判官の意見も最高裁判所の裁判官のうち5名（スカリア裁判官の他にレンクイスト首席裁判官、ホワイト裁判官、オコナ裁判官及びスーター裁判官）の支持を集めている点を指摘しておく。

#### *Virginia Bankshares* 事件に基づく論点

*Virginia Bankshares* 事件から得られる論点として、次の点が挙げられる。

第1に、どのような記載が意見の記載となるか。本件で問題となった記載は、「思われる」や「考えている」という用語は用いられていないため、これを意見と捉えるかは解釈の余地がある<sup>40</sup>。本事件のように「思われる」や「考えている」という用語が用いられない場合には、それが意見であるかが争われる可能性があるが、「思われる」や「考えている」という用語が用いられる場合には、当該記載は、意見であると扱われることが多いであろう<sup>41</sup>。

第2に、意見が虚偽記載に該当する場合があるか。この論点について、意見が虚偽記載に該当する場合があるということに異論はないだろう（すなわち、意見の体裁をとればどんな記載をしても責任を免れるということにはならない<sup>42</sup>）。この論点は、米国法上、意見

---

あると同時に表明された理由を裏付けるべき事実の存在を示すという二重の意味で、事実の表示にあたる」と解する評釈がある。志谷・前掲注(11) 370頁。藤林・前掲注(2) 892頁も同意見か。判旨④に鑑みれば、このように解することも否定はできないが、判旨③の文言自体は、これよりも狭い範囲を示しているように思われる。すなわち、これらの指摘は、subject matter という用語を「裏付けるべき事実」又は「見解の事実に基礎」と解しているように見受けられるが、私には、最高裁判所は、単に、主題（すなわち、本件では、42ドル）という意味で用いているのみであるように思われる。なお、判旨④に鑑みて、表明された理由を裏付けるべき事実の存在の有無によって虚偽記載の有無が争われるという点には同意する。See Hugh C. Beck, *The Substantive Limits of Liability for Inaccurate Predictions*, 44 AM. BUS. L.J. 161, 186-87 (2007). これが争われた結果、主題（本件では42ドル）が虚偽であると認定される可能性があるのだから、結果は類似しているが、私の理解するところでは、判旨は、表明された理由を裏付けるべき事実の不存在により責任が生じると述べるのではなく、この場合には端的に主題（本件では、42ドル）が虚偽になると判示しているのではないだろうか。

<sup>40</sup> *Virginia Bankshares*, 501 U.S. at 1109 (Scalia, J., concurring in part and concurring in the judgment) (事実の記載であると指摘する)。何が意見に該当するかという点について、藤林・前掲注(2) 893～894頁参照。

<sup>41</sup> 「思われる」や「考えている」という用語が用いられる場合に、例外なく、意見として取り扱うことは、①このような文言の濫用を招き、開示の質が低下する恐れがあること、②実際は、事実として開示されている事項を安易に意見として取り扱うこととなるため、例外を認める必要があるように思われる。そこで「思われる」や「考えている」という用語を用いても、意見とはならない場合が存在するように思われる（特に、意見が虚偽記載等に該当する場合について後述）。

<sup>42</sup> 黒沼・前掲注(5) 262～263頁参照。



が重要性を有するかという文脈で争われる<sup>43</sup>。米国では、誇張 (puffery)<sup>44</sup>、注意表示の法理<sup>45</sup>及び将来情報に関するセーフ・ハーバー<sup>46</sup>などの制度があるが、意見も重要性を有する場合があるということが前提となる (判旨②)<sup>47</sup>。

第3に、意見が虚偽記載に該当する場合には、どのような類型があり、それぞれの類型においてどのような要件があるのか。まず、類型は、大きく2つに分けることができるように思われる (それぞれの要件については、後で検討する)。

第1の類型は、意見の記載そのものが意見を述べたという点で事実の記載となるというものである。典型的な例では、取締役らは、「42ドルが株式の対価としては高いと考えた」という記載は、実際に取締役らが「42ドルが株式の対価としては高いと考えた」という事実を記載しており、実際には、取締役らが「42ドルが株式の対価としては低いと考えた」のだとしたら、虚偽記載の余地がある (判旨③㉗)。同様に、取締役らは、「42ドルが株式の対価としては高いと考えたため、合併を推奨した」という場合に、取締役らの行動の根拠が何であるかという事実を伝えている (判旨③㉘)。

第2の類型は、意見の記載に何らかの事実の含意があるというものである。この含意には、①ある意見について取締役らがその意見を正当化するための根拠を有しているという意味での事実の含意<sup>48</sup>や②42ドルが高いか否かについて証拠によって争った結果、42ドルが高いことについて正当化ができない場合には、42ドルが高いという記載が虚偽記載になるという見解がある (判旨④)。

第2の類型については、米国 *Omnicare* 事件でさらに検討されたため、本稿でも検討を加える。

---

<sup>43</sup> 重要性と取引因果関係の相関について、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 卷 4 号 15 頁 (1964)。See Daniel R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 BUS. LAW. 1, 13 (1982). 拙著『証券市場における情報開示の理論』355 頁注 13 (弘文堂、2016) 参照。

<sup>44</sup> 会社の将来に関連して不明確な予想を行う場合がままある。「今後数年間 10% から 30% の成長率を予想する」というソフトな誇張といえる記載は、「成長を予想する曖昧な記載では株価は高騰しないため」一般的に重要性を欠く。See JOHN C. COFFEE, JR. & HILLARY A. SALE, *SECURITIES REGULATION* 1102 (13th ed. 2015). つまり、「来年の業績について楽観的である」というような開示である。このような開示は、後に修正が必要となるような明確かつ積極的な予想を欠いている。また、このような誇張 (puffery) に基づいて責任は発生しない。San Leandro Emergency Medical Group Profit Sharing Plan v. Philip Morris Companies, Inc., 75 F.3d 801, 811 (2d Cir. 1996); Longman v. Food Lion, Inc., 197 F.3d 675 (4th Cir. 1999).

<sup>45</sup> 前掲注 (10) 参照。

<sup>46</sup> 前掲注 (10) 参照。

<sup>47</sup> 金融商品取引法でも「重要な事項」「重要な事実」といった用語が用いられており (例えば、金商法 18 条 1 項)、意見について重要性が問題となりうる。しかし、同法では、「事実」だけでなく、「事項」という用語が用いられており (例えば、金商法 18 条 1 項)、意見について事項に含めて、当該事項が虚偽に当たるか否かを判断するという枠組みでも問題ないように思われる (この場合、当該虚偽記載が重要か否かは別途判断される)。

<sup>48</sup> 志谷・前掲注 (11) 370 頁参照。

### 3 Omnicare 事件

#### (1) 事実の概要

Y1 (Omnicare, Inc., 被告、上訴人) は、米国及びカナダにおける高齢者向け及び長期療養者向け医薬ケアサービスの提供において最大の会社である<sup>49</sup>。Y2 は、Y1 の最高経営責任者 (CEO : chief executive officer)、Y3 は、Y1 の最高財務責任者 (CFO : chief financial office)、Y4 は、Y1 の総務部長 (Secretary)、Y5 は、Y1 の取締役会会長 (Chairman of the Board of Directors)、Y6 は、Y1 の取締役である<sup>50</sup>。

Y1 は、2005 年 12 月 15 日に 1,280 万株の普通株式の公募を行った<sup>51</sup> (以下、「本件株式募集」という。)

X は、Y1 の株式を本件株式募集において購入した者である (その後、2006 年 1 月 31 日に株式を売却している)<sup>52</sup>。X は、2006 年 2 月 2 日に取引所法 10 条 (b) 項及び同法 20 条 (a) 項に基づく証券クラス・アクション<sup>53</sup>を提起した。その後、本件株式募集において用いられた登録届出書 (R/S : registration statement) (以下、「本件登録届出書」という。) への虚偽記載に基づく証券法 11 条違反を主張する原告が追加され、訴状が修正された<sup>54</sup>。具体的には、次の文言について、争われた。

「我々は、他のヘルスケア〔サービス〕提供者〔及び〕薬品の仕入先との我々の契約の取決め並びに薬局での営業に適用される連邦及び州法を遵守していると信じている (we believe)」<sup>55</sup>。

「我々は、薬品の製造会社との契約が法律的に又は経済的に有効な取決めであり、ヘルスケアのシステム及び我々が奉仕する患者に対して価値を提供していると信じている (we believe)」<sup>56</sup>。

X は、当該訴状の中で、本件の訴えが、証券法 11 条に基づくものであり、詐欺又は故意

---

<sup>49</sup> Ind. State Dist. Council of Laborers v. Omnicare, Inc., 2012 WL 462551, at \*1 (E.D. Ky. Feb. 13, 2012).

<sup>50</sup> *Id.*

<sup>51</sup> *Id.*

<sup>52</sup> *Id.*

<sup>53</sup> なお、本件は、訴え却下の申立ての段階の事案であり、まだ、クラスの認定の段階に到達していない。

<sup>54</sup> Ind. State Dist. Council of Laborers v. Omnicare, Inc., 2012 WL 462551, at \*1. これによって提出された訴状の表題は、“First Amended Complaint”であるが、実際は、二度目の修正であったため、判決では、“Second Amended Complaint”と表記されている。同様に、表題が“Second Amended Complaint”である文書は、判決中で、“Third Amended Complaint”又は“TAC”と記載されている。

<sup>55</sup> Joint Appendix, Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund, 2014 WL 2568753, at 203 (Jun. 5, 2014) [hereinafter J.A.].

<sup>56</sup> *Id.* at 202.

若しくは思慮を欠く違反行為 (fraud or intentional or reckless misconduct) に基づくものではないことを明示している (すなわち、厳格責任に基づく責任のみ主張をしている)<sup>57</sup>。また、これらの記載は、将来情報に関する記載ではなく、注意表示の法理や将来情報に関するセーフ・ハーバーの適用がないと主張した<sup>58</sup>。

2007年10月12日、ケンタッキー州合衆国地方裁判所は、被告による訴え却下の申立てを認めた<sup>59</sup>。原告が控訴し、2009年10月21日、第6巡回区合衆国控訴裁判所は、証券法11条に基づく訴え以外の請求について、却下を維持して、原審に差し戻した<sup>60</sup>。

原告は、控訴審の判示を受けて、訴状を修正した<sup>61</sup> (以下、「訴状第3修正」という)。訴状第3修正に基づき原告は、証券法11条に関して、①本件登録届出書の法令遵守 (legal compliance) の記述に虚偽記載又は記載の省略が存在する<sup>62</sup>、及び②一般に公正妥当と認められる会計原則に従っているという虚偽記載又は記載の省略が存在する<sup>63</sup>と主張した。

ケンタッキー州東部地区合衆国地方裁判所は、①法令遵守についての会社の信念 (belief) は、ソフト情報 (soft information) であり、一般的に訴訟の原因とはならない (generally not actionable)、②原告は、最高経営責任者と最高財務責任者は、虚偽記載の時点で、虚偽であることを知っていたと主張するが、これらの主張は、何れも根拠が足りない<sup>64</sup>などと判示して、訴え却下の申立てを認めた<sup>65</sup>。

第6巡回区合衆国控訴裁判所は、証券法11条は厳格責任の規定であり、同条に基づく主張において、原告は、被告が虚偽記載を知っていたことを主張する必要はない<sup>66</sup>、また、ソフト情報についてもこの点は同様である<sup>67</sup>と判示し、地裁判決を一部破棄して差し戻した<sup>68</sup>。最高裁判所は、裁量上訴を受理した<sup>69</sup>。

---

<sup>57</sup> *Id.* at 273.

<sup>58</sup> *Id.* at 270–71.

<sup>59</sup> *Ind. State Dist. Council of Laborers v. Omnicare, Inc.*, 527 F. Supp. 2d 698 (E.D. Ky. 2007).

<sup>60</sup> *Ind. State Dist. Council of Laborers v. Omnicare, Inc.*, 583 F.3d 935 (6th Cir. Ky. 2009), *cert. dismissed*, 562 U.S. 1027, 133 S. Ct. 21 (2010). 第6巡回区合衆国控訴裁判所は、損害因果関係の訴答は、証券法11条に基づく請求では原告に要求されず、損害因果関係は、被告による抗弁であると判示した。*Id.* at 947. 裁量上訴は、棄却された。*Laborers Dist. Council Constr. Ind. Pension Fund v. Omnicare*, 562 U.S. 1027, 133 S. Ct. 21 (mem) (2010).

<sup>61</sup> *J.A.* at 177–275.

<sup>62</sup> *Id.* at 91–99.

<sup>63</sup> *Id.* at 100–167.

<sup>64</sup> *Omnicare*, 2012 WL 462551, \*4–\*5.

<sup>65</sup> *Id.* at \*5.

<sup>66</sup> *Omnicare*, 719 F.3d at 503.

<sup>67</sup> *Id.* at 505.

<sup>68</sup> *Ind. State Dist. Council of Laborers v. Omnicare, Inc.*, 719 F.3d 498, 510 (6th Cir. 2013).

<sup>69</sup> *Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund*, 571 U.S. 1236, 134 S. Ct. 1490 (mem) (2014).

## (2) 判旨

法廷意見は、①ケイガン裁判官が執筆した。別途、②スカリア裁判官が一部同意・結論同意意見（concurring in part and concurring in the judgment）を執筆し、③トマス裁判官が意見（concurring in the judgment）を執筆した。

### 事実と意見の違いについて

①「事実とは、『生じたこと若しくは存在しているもの』又は『実際に生じていること』である。意見は、『信念、見解（view）又は理性が人や物について形作る認識』である。連邦議会は、〔証券法〕11条の最初の部分において、発行者を単なる『虚偽の記載』（ある者の意見についても含む）についてではなく、『事実についての虚偽の記載』についてのみ責任に晒すことで、この違いを実質的に取り入れている。」<sup>70</sup>

### 積極的な虚偽記載における責任の基準について

②「ある会社の最高経営責任者が『我々が製造するテレビは、市場において最も高い解像度を有している』と述べるとする。他方、最高経営責任者が『我々が製造するテレビは、市場において最も高い解像度を有している』と『信じている』又は『思う』と修正するとする。前者では、競合会社がより高い解像度のテレビを一ヶ月前に市場に投入していた場合、最高経営責任者が当該新たな製品について知らなかったとしても、虚偽表示（untrue statement）となる。当該最高経営責任者の主張は、畢竟、彼女の会社のテレビに関する、誇張（puffery）にはならず、確定的な、証明可能な表示である。……同様の状況において、後者は、真実のままである。彼女の文言にある通り、当該最高経営責任者は、当該表示を行った時点で、彼女の会社のテレビがもっとも精細な画像を有していると信じていたのである。そして、その意見が間違っていると原告が後に証明したとしても、『信じている』（I believe）という文言自体がその可能性を認めているのであり、そのため事実に関する不実表示の責任を排除するのである。」<sup>71</sup>

③「〔事実と相違することを述べても意見であることで責任を負わないということがあるが、それでも〕意見の表明について、〔証券法〕11条の虚偽表示の規定が適用される余地がある。Y1が認めるように、このような文言は、ある事実を認めている。すなわち、その発言をする者がそのような信念を実際に抱いているという点である。」<sup>72</sup>

④「加えて、『私は信じる』というような意見で始まる幾つかの文章は、……埋め込まれた事実の記載（embedded statements of fact）を含むことがある。……結果、〔証券法〕11条の虚偽表示に基づく責任は、（重要性があると仮定した上で）表示をした者がそのように信じていない場合で、かつ、根拠として提供された事実が誤っていた場合に生じる。」<sup>73</sup>

<sup>70</sup> *Omnicare*, 575 U.S. at 183.

<sup>71</sup> *Id.* at 183–84.

<sup>72</sup> *Id.* at 183.

<sup>73</sup> *Id.* at 185.

⑤「しかし、Xは、責任を立証するためにどちらの方法も用いることができない。Xが異議を唱えている2つの文章は、純粋に意見の表明である。その内容を多少単純化すれば、Y1は、それぞれにおいて『我々は、法律に従っていると信じている』と述べた。そして、Xは、Y1の意見が誠実に(honestly)なされたことについては争っていない。訴状において、詐欺又は詐術(deception)に基礎を置く(sounding in)主張について、明示的に『除外及び排除』(excludes and disclaims)している。」<sup>74</sup>

#### 記載の省略における責任の基準について

⑥「もし、登録届出書が、意見の表示に関する発行者の調査又は知識について、重要な事実を省略し、かつ、当該事実が合理的な投資家が表示自体から理解する(take from)ところと矛盾するのであれば、〔証券法〕11条の記載の省略に関する条項が責任を生じさせる。」<sup>75</sup>

⑦「より具体的に言うと、投資家は、発行者の意見の前提となる固有の(particular)(重要な)事実を特定(identify)しなければならない——発行者が行ったか若しくは行わなかった調査、又は、発行者が有していたか若しくは有していなかった知識についての事実——そして当該省略が当該表示を公正に(fairly)かつ文脈に沿って(in context)読んだ合理的な者に対して、事案における意見の表示が誤解を生じさせるものでなければならない。」<sup>76</sup>

前述の規範に基づいて、下級審で審理がされていないため<sup>77</sup>、破棄差戻し。

#### (3) スカリア裁判官の一部同意・結論同意意見

⑧「もし、発言をした者が主観的に合理的な根拠を欠いていることを信じているならば、彼の発言は、単純に、知りながら行う不実表示(misrepresentation)である。……もし、彼が、曖昧さを知らず、又は、曖昧さは知っているが欺く意図を有していなかったのであれば、彼は責任を負わない。……彼の信じる根拠が『客観的に非合理的』であることは、〔彼が〕信じるところが偽りのないものであれば、責任を生じない。」<sup>78</sup>

#### (4) 検討

##### Virginia Bankshares 事件との差異

Omnicare 事件と Virginia Bankshares 事件とを比較すると、その差異として、次の3点が挙げられる。

第1に、Omnicare 事件では、民事責任の対象となって争われた文言に「〔〇〇と〕信じている」(we believe)という文言が含まれている。この文言は、意見として扱われた(判旨②)。

第2に、Omnicare 事件では、原告が訴えの中で「本件の訴えが、証券法11条に基づ

<sup>74</sup> *Id.* at 186.

<sup>75</sup> *Id.* at 189.

<sup>76</sup> *Id.* at 194.

<sup>77</sup> *Id.* at 195.

<sup>78</sup> *Id.* at 202 (Scalia, J., concurring in part and concurring in the judgment).

くものであり、詐欺又は故意若しくは思慮を欠く違反行為 (fraud or intentional or reckless misconduct) に基づくものではないことを明示した (すなわち、厳格責任に基づく責任のみ主張をしている)」(判旨⑤)<sup>79</sup>。他方、*Virginia Bankshares* 事件では、取引所法 14 条 (a) 項に基づく責任が争われた。

第 3 に、*Omnicare* 事件では、訴答における要件が判示された (訴訟自体が訴答段階である) (判旨⑦) が、*Virginia Bankshares* 事件では、正式事実審が終了しており、訴答の要件に関する判示ではない。

#### *Omnicare* 事件に基づく論点

*Omnicare* 事件から示唆を得ることができる論点として、次の点が挙げられる。

第 1 に、*Virginia Bankshares* 事件の判旨③では、前述の通り、事実の記載として、㉞取締役がその理由ゆえに行動したという事実、及び、㉟理由や信念が表示された主題 (subject matter) についての記載が挙げられていたが、*Omnicare* 判決の判旨④では、「埋め込まれた事実の記載 (embedded statements of fact) を含むこと」を挙げる<sup>80</sup>。「我々は、競争者が利用することができない特許を有しているため、我々のテレビは、最も高い解像度を有している。」<sup>81</sup>という例が挙げられている。この例で埋め込まれた事実とされるのは、会社が特許に基づく技術を利用しているという点であり、これが潜在する事実 (underlying fact) となる。

第 2 に、*Omnicare* 判決は、一定の記載について記載の省略として、責任が発生する旨を明示する (判旨⑥)。また、その際の原告の訴答の基準は、㉑発行者の意見の前提となる固有の (重要な) 事実を特定し、㉒それが省略されていることを示し、また、㉓そして当該省略が誤解を生じさせるものであることを主張するというものである (判旨⑦)。

#### 4 小括

以上が *Virginia Bankshares* 判決と *Omnicare* 判決の検討である。金融商品取引法と米国の法令では、前提が異なるため、上述の検討をそのまま金融商品取引法の検討に持ち込むことはできない<sup>82</sup>。しかし、様々な論点が存在することを理解する上で有用であるし、また、それらの論点についてどのように判断をしているのかを理解する上で大変興味深いものである。特に、*Omnicare* 判決は、無過失責任における意見という難しい問題を直接扱っており、示唆に富むものである。以下では、米国の判例を参考にした上で、金融商品取引法の下における意見を検討する。

<sup>79</sup> *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 382 (1983).

<sup>80</sup> *Omnicare*, 575 U.S. at 185.

<sup>81</sup> *Id.* at 185.

<sup>82</sup> 拙著・前掲注 (43) 6~7 頁 (法の経路依存)。

### III 金融商品取引法の下における意見

#### 1 序論

かつてわが国での情報開示が未成熟であった頃、将来情報の開示について、否定的な見解が存在した<sup>83</sup>。過度に楽観的な将来情報が投資家保護の観点から規制されるべきという点は、現代においても変わりはないであろうが、ディスカунテド・キャッシュフロー法等の理解が投資専門家においてごく初歩的な知識となる中で、将来情報を含む意見を一律に禁止することまでも、法律で規制する必要はなかろう。一律の禁止ではなく、将来情報の開示を許容する場合、どのような規制<sup>84</sup>の下で将来情報の開示を許容するのかが問題となる。本稿では、金商法の下で、どのような場合に、将来情報を含む意見の開示が虚偽記載に該当するのかを検討する。

前節では、米国における意見に基づく責任について、*Virginia Bankshares* 事件及び *Omnicare* 事件から示唆を得た。米国の事案で問題となった論点を検討する前提として、幾つかの点について本稿の立場を明らかにしておきたい。

第1に、意見を含むいわゆるソフト・インフォメーションについては、虚偽記載等への該当性の判断に際して、過去の事実と異なる取り扱いを金融商品取引法上認めることができる。金融商品取引法上の虚偽記載等に関する責任は、開示が意見の形式であるか否かによって規定を分けてはいないが、投資判断における意見の重要性<sup>85</sup>に鑑み、意見について、その後、意見が外れる場合に、虚偽記載等に該当せず、責任を生じないとする取り扱いが一定の場合に認められて然るべきである。

第2に、金融商品取引法の虚偽記載等では、「事実」だけではなく、「事項」という用語が用いられている<sup>86</sup>。例えば、金商法18条では、「重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若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」と規定されている。「事項」は、「事実」ではないので、事実よりも広いと解す

<sup>83</sup> 鴻常夫ほか『改正会社法セミナー(4) 株式会社の計算・公開・新株引受権附社債』103頁(1985)〔竹内昭夫発言〕(会社法の文脈)。米国でも証券取引委員会が予想や予測の開示に反対していた。See, e.g., Homer Kripke, *The SEC, the Accountants, Some Myths and Some Realities*, 45 N.Y.U. L. REV. 1151, 1197 (1970); COX ET AL., *supra* note 25, at 622. 米国におけるソフト・インフォメーションの開示について、森田・前掲注(2)49頁。

<sup>84</sup> 例えば、一定の情報の開示を禁止する事前規制、情報開示の方法を指定する開示規制、虚偽記載に対して責任を課す事後規制などが考えられるだろう。

<sup>85</sup> 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告——資本市場における好循環の実現に向けて——」5頁(平成30年6月28日)、八木原栄二ほか「企業内容等の開示に関する内閣府令の改正——平成31年内閣府令第3号——」商事2194号17頁(2019)、IOSCO, *General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations* (Feb. 2003), at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD141.pdf> (last visited: Nov. 5, 2020) など。

<sup>86</sup> 龍田・前掲注(43)13~14頁、藤林・前掲注(2)902頁注57。

ることができる<sup>87</sup>。このため、「事項」と規定されている部分については、事実についても意見についても責任が発生しうると解することができる。しかし、「事実」と規定されている部分（後述する誤導的不記載）については、記載が事実であるのか、意見であるのかを分けて考える必要がある。

第3に、意見の体裁（形式）をとっていても、その記載が事実を述べる場合があり、この場合に、事実として虚偽記載等に該当する場合が考えられる。前節における米国の判例の研究では、このような例として、①意見が記載された場合に、当該意見を述べる者が当該意見を有しているという点における事実（*Virginia Bankshares* 判決の判旨③①）があり<sup>88</sup>、また、②意見の中に事実が埋め込まれている場合があり、埋め込まれた事実については、意見ではなく、事実として虚偽記載等の有無が判断される（*Omnicare* 事件の判旨④）というものがあつた。意見が取締役の行動の理由という事実を表す場合（*Virginia Bankshares* 判決の判旨③①）も埋め込まれた事実の一種であるように思われる。これらの点は、金融商品取引法の下でも、米国と同様に考えることができる<sup>89</sup>。

第4に、事実が虚偽記載か否かを判定するために、まず、発生した事実と記載された事項に差が存在するかによって、虚偽か否かを判断することになろう<sup>90</sup>。すなわち、事実の虚偽記載を判断するためには、発生した事実と記載された事項に差異が存在することが基礎的な考慮要素となった上で、他の要素が考慮されることになる。しかし、意見については、例えば、意見として述べた将来の予想と将来の予想が当たったか否かを基礎的な考慮要素とすることはできない場合が考えられる<sup>91</sup>。なぜなら、将来の予測が典型例であるが、意見を記載した者がそのような予測をしたという事実自体に差異が存在しないであろうし（例外について上述）、また、意見は、外れることがあり、外れない意見を述べることを発行者や取締役課すことができないからである。そこで、意見について虚偽記載等に該当するか、また、該当するとすれば、どのような場合に意見が虚偽記載に該当するかが問題となる。

第5に、意見が虚偽記載等に該当するか否かの決定と重要性<sup>92</sup>の決定には、重複する部

<sup>87</sup> 島田公明「証券市場における不実開示と取締役の責任」加藤勝郎先生柿崎栄治先生古稀記念『社団と証券の法理』343～344頁（商事法務、1999）、石田・前掲注（12）17～18頁〔伊藤靖史発言・石田眞得発言〕。

<sup>88</sup> 藤林・前掲注（2）902頁、藤林大地「コーポレート・ガバナンスに関する情報の不実開示に対する責任法制」青山アカウンティング・レビュー9号29頁（2019）。

<sup>89</sup> 飯田・前掲注（12）45頁。

<sup>90</sup> 東京地判平成28年12月20日資料版商事法務396号171頁（「金商法21条1項、22条1項及び17条にいう虚偽記載があつたかどうかは、そこに記載された客観的事実が真実と相違しているかどうかという客観的観点から判断すべき」）。神田秀樹ほか編著『金融商品取引法コメント（第4巻）不公正取引規制・課徴金・罰則』226頁（商事法務、2011）〔芳賀良〕（172条の2の注釈において、虚偽か否かは、作成時期の情報を基準に投資者保護の観点から規範的に判断されると指摘する）。「重要な」事項か否かという考慮要素や、また、過失責任の場合に、取締役の過失の有無の判断のために他の追加の考慮要素が考えられるが、これらの点は措く。

<sup>91</sup> 岸田・前掲注（2）239頁。

<sup>92</sup> 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』320頁（有斐閣、1984）、山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣、2010）〔小出篤〕（『重要な事項』『重要な事実』を投資者の投資判断



分があるといえる。前述した通り、米国では、意見については、虚偽記載等の該当性よりも重要性の問題として捉えられている。しかし、金融商品取引法の下では、「事実」だけでなく、「事項」と記載されていることから、意見が虚偽記載等に該当するかが問題となり、また、当該虚偽記載等が重要であるかが問題となりうる。虚偽記載の該当性及び重要性への該当性は、どちらも程度概念を有するものであり、これらの判断には重複する側面があるといえよう。この点、意見は、投資判断に有用ではないから、重要になりえないという主張が考えられるが、本稿では、意見が投資判断に有用であることに鑑みて、意見についても重要性を観念できるとの立場を採る<sup>93</sup>。

第6に、重要性と同様に、意見が虚偽記載等に該当するか否かの決定と過失の有無の決定には、重複する部分があるといえる<sup>94</sup>。すなわち、ある意見が虚偽記載等であることを投資家が立証することが、過失があること（例えば、役員が何らの根拠なく、また、根拠が存在するかについて相当な注意を用いずに意見を表明すること）を立証することと同義であるような事案が考えられる。この点、金商法21条の2のように発行者の過失が問題となる場合に、認定の難しさが指摘されている<sup>95</sup>。

第7に、本稿では、「〇〇であると思われる」や「〇〇であると考えている」という記載がなされた場合、当該記載が意見であるという前提で議論している。しかし、この点は、学説において十分に議論されておらず、必ずしも正しいとは言い切れない<sup>96</sup>。「〇〇であると思われる」という記載があっても、文脈により当該記載を意見として扱わないという取り扱いがなされるのであれば、この範囲で、後述する意見が虚偽記載等となるという議論と重複する部分があるといえる<sup>97</sup>。

---

および市場における当該有価証券の価格形成に重要な影響を与えるような事項や事実と解する）、黒沼・前掲注（5）219頁（重要性が存在しない場合には、損害が発生しないと指摘する）、神田秀樹ほか編著『金融商品取引法コンメンタール〔第1巻〕定義・開示制度〔第2版〕』588頁（商事法務、2018）〔北村雅史〕（金商法24条の4）。投資判断における重要性を立証する必要があるが、取引因果関係を立証する必要があるかは個別の条文による。黒沼・前掲注（5）219頁。

<sup>93</sup> 重要性としてどのような基準を採用するかは、別途考慮する必要がある。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39頁（2010）（将来に関する表示の重要性の判断において、実質的な蓋然性の基準がわが国においても有効なものであることを示唆する）、神田秀樹ほか編著『金融商品取引法コンメンタール〔第1巻〕定義・開示制度〔第2版〕』444頁（商事法務、2018）〔前田雅弘〕。

<sup>94</sup> 会社法の文脈で、業績予測を過失の有無の観点から検討するものとして、鴻ほか・前掲注（83）90～91頁〔森本滋発言〕。虚偽記載の観点から争うべきと指摘するものとして、鴻ほか・前掲注（83）96頁〔江頭憲治郎発言〕、同104～105頁〔江頭憲治郎発言〕。

<sup>95</sup> 藤林大地「不実開示に対する発行会社の故意・過失の意義——我が国の法改正とアメリカ・カナダ・イギリス法の動向を中心に——」金法1997号30頁（2014）、藤林・前掲注（2）903頁注61、伊藤浩紀「流通市場における不実開示に対する民事責任と発行会社の『過失』について」同志社法学70巻2号341～347頁（2018）。

<sup>96</sup> 本稿注41参照。

<sup>97</sup> また、Virginia Bankshares事件では、「〇〇であると思われる」や「〇〇であると考えている」という記載が存在せずとも、意見として取り扱われた。わが国の情報開示についても、記載の文脈によっては、同様の扱いがなされる場合が存在すると思われる。

以上の前提の上で、意見に基づいて責任が発生するか否かとの関係で、以下の3点が検討に値するように思われる。これら3点は、相互に関係する面があるため、議論の重複が避けられないが、以下、順に検討する。

- 第1に、金商法における虚偽記載、法定事項不記載及び誤導的不記載という文言の差異が意見との関係でそれぞれの該当性にどのような影響を与えるのか。
- 第2に、金商法における立証責任が転換された過失責任と無過失責任との差異が虚偽記載等の立証にどのような影響を与えるのか。
- 第3に、意見に合理的根拠が存在しない場合と虚偽記載等の該当性とはどのような関係にあるのか。

## 2 虚偽記載・法定事項不記載・誤導的不記載

### (1) 序論

金商法において責任が生じる記載には、次の3つの分類がある<sup>98</sup>。すなわち、①重要な事項について虚偽の記載がある場合（以下、「虚偽記載」という。）<sup>99</sup>、②記載すべき重要な事項の記載が欠けている場合（以下、「法定事項不記載」という。）、③誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合<sup>100</sup>（以下、「誤導的不記載」という。）である<sup>101</sup>。金商法上、刑事責任は、①の場合（金商法197条等）、課徴金は、①と②の場合（金商法172条の2等）<sup>102</sup>、民事責任は、①～③の場合（金商法18条1項等）に予定されている<sup>103</sup>。後述する通り、意見については、意見が表示された態様によって、①から③のいずれに該当するか解釈の余地がある。意見に関して、①から③のいずれに該当しうるだろうか。

この問題に関する先行研究では、虚偽記載に該当するとの見解<sup>104</sup>や誤導的不記載に該当するとの見解<sup>105</sup>がある。私見によれば、場合によって、意見の記載が①又は③に該当し、また、意見の不記載が②に該当しうるように思われる。

<sup>98</sup> 分類及び用語について、藤林・前掲注(88)29～30頁。

<sup>99</sup> 黒沼・前掲注(5)212頁、藤林・前掲注(88)30頁。

<sup>100</sup> 鈴木＝河本・前掲注(92)320頁（その表現があいまいで、ある意味では真実であるが、通常の人が受取った場合には他の意味に解し易い表示）。C.f. Donald C. Langevoort, *Half-Truths: Protecting Mistaken Inferences by Investors and Others*, 52 STAN. L. REV. 87, 88 (1999).

<sup>101</sup> 藤林・前掲注(2)888頁。

<sup>102</sup> 池田唯一ほか『逐条解説 2008年金融商品取引法改正』306頁（商事法務、2008）（172条の2に対する逐条解説）。課徴金を検討する上で、追加の留意点は、因果関係が不要であることだろうか。岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法（第4巻）〔改訂版〕』362頁（金融財政事情研究会、2020）〔田中利彦〕。

<sup>103</sup> 藤林・前掲注(2)889頁。

<sup>104</sup> 藤林大地「有価証券報告書等の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任——IHI事件——東京地裁平成26年11月27日判決」金判1521号7頁注1（2017）。

<sup>105</sup> 藤林・前掲注(2)902頁。

以下では、意見の不記載、意見の記載の順に検討する。

## (2) 意見の不記載

まず、法定事項不記載について検討してみたい。法定事項不記載は、記載すべき重要な事項の不記載が責任を生じる場合である。このため、法令上、意見を記載すべきとされているところ<sup>106</sup>、当該意見が不記載であれば、法定事項不記載に該当する。一定の意見が記載されているが、法令に基づく記載の要件を満たしていない場合にも同様に、法定事項不記載に該当することになる<sup>107</sup>。

意見が法令の要件を充足する形で記載される場合は、法定事項不記載には該当せず、虚偽記載または誤導的不記載に該当するかが問題となる。

## (3) 意見の記載

私見によれば、意見が記載される場合は、虚偽記載または誤導的不記載のいずれかに該当する場合が考えられる。しかし、虚偽記載または誤導的不記載への該当性は、割り切れるものではなく、程度を有する概念であるように思われる。なぜなら、誤導的不記載は、ある記載をなしておきながら、重要な事実を省略するもので、記載がどの程度なされたか（記載がされれば省略される事実は少なくなる傾向があるだろう）、また、逆に、どの程度の省略がなされたのか（省略が多くなっているということは記載が少なくなっていることを意味するだろう）は、事案によって異なるからである。

<sup>106</sup> 直接、意見の開示を求める規定ではないが、例えば、開示府令第2号様式では、第2部第2において1【経営方針、経営環境及び対処すべき課題等】、2【事業等のリスク】、3【経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析】の開示が求められ、これらの開示の中で、一定程度、意見が表明されることが不可避であると考えられる。下中・前掲注(4)4~7頁（金商法上のソフト・インフォメーションとして、①対処すべき課題、②設備の新設、除却等の計画、③手取金の使途、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及び⑤事業等のリスクを挙げる）参照。本稿の検討対象ではないが、金融商品取引法上、より端的に意見の開示が求められる例として、意見表明報告書の制度がある。金商法27条の10第1項、他社株買付府令第25条・第4号様式3【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】。ただし、法定事項不記載に基づく民事責任または課徴金は、定められていない。罰則について、金商法197条の2第6号。

<sup>107</sup> 意見であるか否かにかかわらず、そもそも、どのような不記載が金融商品取引法上の責任を生じさせるかは、難しい問題である。特に、不記載と取引因果関係をどのように理解するのか、また、法律の文言が「記載すべき重要な事項」と「重要な」という修飾が付されている場合に、これをどのように理解すべきだろうか。米国で参考となる判決は、Affiliated Ute Citizens of Utah v. U.S., 406 U.S. 128, 153-54 (1972) である。黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(3)」法協106巻2号193~293頁(1989)（米国のAffiliated Ute Citizens of Utah v. U.S., 406 U.S. 128 (1972) について）、黒沼・前掲注(10)アメリカ証券取引法・124頁。

### 誤導的不記載に該当する場合

まず、誤導的不記載に該当する場合を検討する。誤導的不記載になる場合とは、例えば、ある意見を述べながら、その意見に合理的根拠がないという重要な事実を省略し、その結果、誤解を生じる場合であろう<sup>108</sup>。より具体的には、ある会社の社長が「本年度は、純利益が500億円増加すると思われる」という意見の記載をしておきながら、実は、純利益が増加するという根拠を有していない場合、500億円増加することについて根拠を有していないという事実を開示していない点で誤導的不記載に該当しうるであろう。本稿では、後述する通り、合理的な根拠を有していないことが必ずしも誤導的不記載に該当するものではないという立場を取るが、これは「必ずしも」誤導的不記載に該当するものではないということを描き出すだけであり、合理的な根拠を有していないことが誤導的不記載になる場合もあることを許容している。誤導的不記載に該当する理由として、この例の場合では経営者による業績予想を扱っており、投資家が経営者が合理的な根拠を有していると期待しているからということを描き出せる<sup>109</sup>。

### 虚偽記載に該当する場合

次に、意見が虚偽記載に該当する場合を検討する。意見が虚偽記載に該当する例は、次のようなものであろうか。倒産間近と噂される会社が新株発行を行い、発行開示では、手取金の使途を「債務の返済、運転資金、取引の対価など」と記載していたとする。しかし、実際は、手取金は、ごく一部が債務の返済及び運転資金に充てられたほかは、スワップ取引の前渡金として引受証券会社に交付される旨の契約が会社と証券会社との間で別途合意されており、このスワップ契約の内容が非公開であったとする。このような状況において、発行会社の社長が「本件新株発行によって倒産の危機を脱したと考える」という意見を述べる場合、私見では、意見の記載が虚偽記載に該当する可能性がある。

上述の意見については、単に、スワップ契約の内容について記載していないのだから、誤導的不記載と解する余地もあるということは理解できる。実際、事案の細かい点によっては、誤導的不記載と解することもありえるだろう。しかし、「危機を脱した」という記載は、意見ではあっても（「考える」という記載を伴っていても）、投資家の判断に与える影響が大きいと見られるため、誤導的不記載と解するよりも、単に、意見が虚偽記載であったと解する方が適切ではないだろうか。

また、倒産の危機を脱していないことを発行会社の社長が知っているのであれば、この点（考えているという記載があるが実際は考えていない）において虚偽記載（*Virginia Bankshares* 事件の判旨③④）となるであろう。しかし、仮に、社長が本件新株発行によって倒産の危機を脱したと考えていたとしても、意見の内容が現実とあまりにかけ離れているのであれば、虚偽記載と解する余地があるのではないだろうか。

<sup>108</sup> 鈴木＝河本・前掲注（92）320頁。

<sup>109</sup> 株式会社東京証券取引所「業績予想開示に関する実務上の取扱いについて」8頁（2012年4月5日）。

その理由として、先行研究では、合理的根拠がない場合について議論がなされており（ただし、本稿のこの部分の検討は、合理的根拠がない場合に限った議論ではない）、実在性を欠く情報が開示されていることになるため、ソフト情報が合理的根拠なく開示された場合は「虚偽の記載」に該当し、また、一定の枠組み（会計基準等）に従うことが前提とされている場合には、当該枠組みからの逸脱自体が「虚偽の記載」を構成するとの見解が示されている<sup>110</sup>。

私見では、意見が虚偽記載となる根拠が異なる。私見では、程度の問題ではあるが、「危機を脱した」という主題が事実として投資家に提示されており、当該事実が虚偽であるから虚偽記載と解することができるのではないだろうか。すなわち、意見の形式を採用していたとしても、合理的な投資家は、この意見を「危機を脱した」という事実を社長が表明したと捉えるであろうから、意見という形式に拘泥せずに端的に虚偽記載と認定すべき場合があるのではないだろうか。

ここでの主張は、意見の形式を採用する記載のすべてが虚偽記載になりうるというものではない、意見のうち、一定のものは、その主張が明確かつ強力であるがゆえに、主題が事実として投資家に提示されるのではないかというものである。そして、そのような場合に限ってのみ、投資家は、その主題（＝事実）について、虚偽記載を争うことができると考えられる。

どのような場合に、主題が事実として投資家に提示されていたといえるのかを判断する基準を明示することは難しい。意見は、程度を有する概念であり、完全な主観で何らの客観的な含意を伴わない意見から（例えば、「弊社の最新製品は、他社製品よりも美しい」）、投資家が客観的事実として捉えることのできる意見まで様々であるから、意見が虚偽記載となる可能性を残す解釈が望ましいのではないだろうか。

#### （4） 小括

ここでは意見に関係して責任が生じる場合に、虚偽記載、法定事項不記載及び誤導的不記載のいずれの責任も発生する可能性があることを示した。その概要は、次の通りである。

意見の記載が法令上求められている場合に、記載しなかったときには、意見の法定事項不記載の責任が生じる。意見の記載が一定程度なされても法令の定める要件を満たさない場合にも、同様に、意見の法定事項不記載の責任が生じる。

意見の記載がなされた場合には、当該意見が虚偽記載にも、誤導的不記載にもなりうる場合がある。誤導的不記載の例として、意見に不都合な根拠を記載しない場合が挙げられる。意見が虚偽記載である場合は、意見を記載する者が当該意見を実は信じていない場合と重複する部分が多いが、たとえ、当該意見を信じていたとしても、虚偽記載に該当する場合が存在するように思われる。その根拠として、意見の内容によっては、当該意見の主題が事実として捉えられるからである。

<sup>110</sup> 藤林・前掲注（104）7頁注1、藤林・前掲注（88）29頁。

### 3 立証責任が転換された過失責任と無過失責任

#### (1) 序論

意見に基づく責任の発生は、立証責任が転換された過失責任と無過失責任の場合で異なるのであろうか。ここでの問題意識は、無過失責任が争われるのであれば、意見を記載した者の過失は、争われないはずであるが、意見が争われる場合、その性質上、意見を記載した者の内心の状態が争点になりがちなように思われ、ひいては、過失の認定と重複するような点が争われるのではないかと考えられるからである。

ここでは、まず、立証責任が転換された過失責任について検討し、次に、無過失責任について検討する。

結論は、投資家は、虚偽記載等の立証のために、記載をした者の過失と重複するような立証をしなければならない場合がありえるというものである。しかし、無過失責任である場合、投資家は、過失の立証を避けつつ、虚偽記載、法定事項不記載または誤導的記載の立証をすることが可能な場合がありえるというものである。

#### (2) 立証責任が転換された過失責任

まずは、立証責任が転換された過失責任について検討する。

前述の通り、意見が虚偽記載等に該当するかの判断と過失の判断とは、重複しうる。例えば、金商法 21 条に基づけば、投資家は、意見について虚偽記載等が存在することを立証しなければならないが、他方、役員は、記載が虚偽であり又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立証しなければならない。ここで、虚偽記載等であるかの間接事実として、合理的な根拠が存在するかが争われる場合、相当な注意を用いたかの立証と重複する部分が考えられる。

この点、たとえ、役員による立証責任の重複が観念できる場合といえども、投資家は、虚偽記載等を立証しなければならないであろう<sup>111</sup>。すなわち、虚偽記載等の立証の過程で、投資家が（程度の差はあれ）実質的に、過失の立証をしなければならないといえる。類似の問題は、無過失責任でも発生しうるので、この点を次に検討する。

#### (3) 無過失責任

金融商品取引法の責任規定が無過失である場合、例えば、金商法 18 条 1 項の規定の下で意見に基づく責任はどのように判断されるべきだろうか<sup>112</sup>。

立証責任が転換された過失責任と同様に、この場合でも、投資家は、虚偽記載等について立証をしなければならない。そして、虚偽記載等の立証が、実質的に、過失の立証をしなければならない場合が考えられる。責任規定が無過失を定めているのであるから、投

<sup>111</sup> 前掲注 (94) 参照。藤林・前掲注 (2) 903 頁（誤導的不記載の立証責任が投資者にある旨の言及）。

<sup>112</sup> 神田秀樹ほか編著・前掲注 (90) 226 頁（172 条の 2）。

資家に過失の立証責任を負わせることへの批判がある<sup>113</sup>。

この批判は、一見もっともであるように思われるが、投資家が虚偽記載等を立証する過程で、いわばついでに過失の立証も可能であるならば、投資家は、過失の立証が可能であることについて追加の労力を支払うわけではないので問題はない（ここでは過失の立証を求められていないにもかかわらず立証できてしまう場合を意図している）。検討すべきなのは、投資家が、過失の立証を避けたうえで、虚偽記載等の立証を行う場合である。過失責任の場合、記載をした者の過失を考慮して責任を課すか否かを決定しなければならないが、無過失責任（厳格責任）の場合、責任の有無を、記載をした者の過失を考慮せず、虚偽記載自体やその他の間接的な証拠から客観的に虚偽記載等であることを立証できるのであれば、そのみで責任が生じうるということになる。

そこで、次に、意見について、過失の有無を考慮せずに、虚偽記載等であることを立証できる場合があるかという点を検討する。

#### 法定事項不記載

無過失責任が規定されている場合に、意見の記載が求められ、当該意見の記載がされていないのであれば、法定事項不記載（「記載すべき重要な事項……が欠けている」）に該当する。この点、意見の法定事項不記載を立証すれば、無過失責任として責任が発生するのであるから、過失を考慮せずに法定事項不記載に基づく責任が生じうる。すなわち、原告は、意見を記載する旨の義務が規定されていることと、当該意見が不記載であることを立証すれば、法定事項不記載に該当する旨の立証責任を果たしたといえるだろう。

#### 誤導的不記載

無過失責任が規定されている場合に、意見が記載されたとき、かつ、原告が過失の有無を考慮せずに立証しようとするとき、「当該記載が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」とされるためにはどのような立証が必要であろうか。まず、①当該記載が誤っていることを客観的に立証する必要があるだろう、その上で、②記載が誤解を生じることと、③何らかの事実の記載が欠けていることを示す必要がある。②記載が誤解を生じることと、③事実の記載が欠けていることも、過失の有無とは関係なく認定できるのであるから、意見について、誤導的不記載に基づいて責任を追及することができる場合がある。

ここで、事実の記載が欠けていることを示すためには、どのような事実が存在し、または、存在していなかったのかを原告が立証することを意味する。典型的には、意見の根拠が存在しないことであろう。意見の根拠が存在しないことを示すことによって、意見の根拠が存在しないという事実を欠いていると解することができる場合があるからである<sup>114</sup>。根拠が存在しないことは、幅のある概念であり、直接的な根拠だけでなく、間接的に意見を

<sup>113</sup> 下中・前掲注(4) 15頁注10。

<sup>114</sup> ただし、意見の根拠が存在しないことの立証を無過失責任に持ち込むことへの批判がある（下中・前掲注(4) 12～13頁）。

誤解を生じさせるものとする事実も考えられる。例えば、「会社の法令遵守は完璧であると考え」という意見に対して、当該会社に何らの内部統制も存在しないという事実を示す場合、法令遵守が完璧であるということに根拠がないことを示す直接的な事実ではないが、誤導的不記載として責任を認める根拠となる事実の不記載に該当するのではないだろうか。

#### 虚偽記載

本稿では、意見が虚偽記載となる理由として、主題が事実として投資家に提示されると主張している。前述の通り、意見が虚偽記載となる場合は、相当限定されているが、この立証は、過失の立証を回避しつつ行うことができる場合があると考えられる。例えば、前述の例に則って、発行会社の社長が「本件新株発行によって倒産の危機を脱したと考える」という意見を述べる場合を考えてみよう。この場合、①意見が特定の主題を事実として示していることや②危機を脱したという意見が誤りであることを間接的な証拠によって立証することは可能であるように思われる。

以上から、無過失責任が規定されている場合に、意見が記載されたとき、かつ、過失の有無を考慮せずに立証しようとするときに、虚偽記載の立証は、可能な場合があるといえよう。

#### (4) 小括

立証責任が転換された過失責任では、原告である投資家は、虚偽記載等が存在することを立証しなければならない。場合によっては、虚偽記載等の立証は、過失が存在することの立証と重複する面があるかもしれない。無過失責任も同様に、投資家が虚偽記載等を立証する際に、過失が存在することを立証するという場合があるかもしれない。無過失責任については、投資家が過失の有無を考慮せずに、虚偽記載等であることを立証できる場合があるかが問題となる。誤導的不記載については、記載が誤解を生じることや何らかの事実の記載が欠けていることを立証することによって、過失を証明せずとも責任を認めることができる場合が考えられる。虚偽記載については、主題が事実として投資家に提示されている場合には、過失を回避しながらこの事実が誤りであることを立証できるときがあるように思われる。

### 4 意見の根拠

#### (1) 序論

ある意見について、その根拠が存在しない場合、根拠が存在しないということ自体で虚偽記載等に該当するか。この問題を検討する前に、前提となる点を2点確認しておきたい。

第1に、仮に根拠を欠くことで虚偽記載等に該当する場合、当該記載は、その根拠をどの程度欠いているのだろうか。例えば、単に「根拠を欠く」が問題となるのか、「合理的な」根拠を欠く場合なのか、それとも合理的な根拠を「著しく」欠く場合が問題となるのか。筆者は、この問題についての回答を有していないため、この点は、別の研究に委ねた



い。とってつけたような根拠では足りないであろうし、また、金商法の規定には、重要性の限定がかかっているため根拠に過度の制限を設ける必要もない、そこで本稿では、とりあえず、合理的な根拠を欠く場合に虚偽記載等に該当するか否かを検討する<sup>115</sup>。

第2に、ある意見が虚偽記載または誤導的不記載であるかは、記載が行われた時点を基準として判断がされる。この場合に、合理的な根拠を欠く意見が的中した場合に責任が生じるかが問題となりうる。たとえ、意見に合理的な根拠が存在しなくても、意見が的中した場合には、少なくとも損害が観念できず、責任は発生しないと考えられるだろう<sup>116</sup>。

第3に、合理的な根拠を欠く意見が問題となるのは、意見が記載される場合であって、不記載の場合ではない。このため、ここで問題となるのは、当該意見が虚偽記載又は誤導的不記載に該当するか否かである。

第4に、本稿での検討は、合理的な根拠を欠くことが開示されていない場合に責任が生じるかを検討する<sup>117</sup>。合理的な根拠を欠くことが開示されている場合、虚偽記載等がなされていないと解する余地がある<sup>118</sup>。

上述の点から、以下では、合理的な根拠を欠く意見について、当該合理的な根拠を欠くことが開示されず、かつ、その意見が外れた場合に、虚偽記載又は誤導的不記載に該当するかを検討する。

## (2) 誤導的不記載

合理的な根拠を欠く意見は、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いえるのだろうか。

この問題を考えるために、逆に、合理的な根拠を示した場合を考えてみたい。この場合、誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載がなされたと考えられる。投資家に誤解を与えないために必要な情報は、合理的な根拠を示した場合のみであろうか。この答えは、否定であろう。投資家が誤解を生じないために必要な情報は、合理的な根拠に限られず、例えば、ある意見について、合理的な根拠が存在しないことを開示すれば、当該意見について合理的な根拠を欠くという点で誤解を生じるとはいえないだろう。

このように考えると、合理的な根拠を欠く意見が必ずしも、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はいえない。すなわち、合理的な根拠を欠くことは、当該意見が誤導的不記載に該当することを保証するものではない。なぜなら、他の情

<sup>115</sup> 合理的な根拠に言及する文献として、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法〔第1巻〕』242頁注8（金融財政事情研究会、2011）〔加藤貴仁〕、鴻ほか・前掲注（83）98頁〔江頭憲治郎〕（アメリカ法の議論）。

<sup>116</sup> 鴻ほか・前掲注（83）101頁〔龍田節発言〕、藤林・前掲注（2）902頁。

<sup>117</sup> 岸田・前掲注（2）239頁（客観的な資料を欠くことを明らかにした場合に不実開示とならないとする見解）。

<sup>118</sup> また、この情報について株価が反応しているのであれば損害が発生しないと解する余地がある。拙稿・前掲注（43）341頁注860（いわゆる市場が真実を知っていることの抗弁（truth-on-the-market defense）への言及）。

報が開示されているために、誤解が生じない可能性があるからである。また、意見が誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けていることを立証するために、合理的な根拠を欠くことを示すことは、立証に有用であるかもしれないが、必ず立証しなければならない事項ともいえないだろう。

投資家が誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けていることを立証する際に、合理的な根拠が存在しないことが争われるのは、合理的な根拠が存在しない場合には、当該記載が誤りであることを示す根拠となりうるからであろう（合理的な根拠が存在すれば、当該記載は、そもそも誤りでないから損害が発生したとはいえない）。そして、合理的な根拠が存在しないにもかかわらず、何らかの記載がなされる場合、当該記載が誤解を招くものとなる可能性が高くなるのであろう。しかし、合理的な根拠を欠くことは、必ずしも誤導的不記載に該当することを示すものではないし、そのように解する必要はないのではないだろうか。

### (3) 虚偽記載

合理的な根拠を欠く意見は、重要な事項について虚偽の記載があるといえるだろうか。私見によれば、合理的な根拠を欠く意見が必ずしも重要な事項について虚偽の記載があるとはいえない。本稿では、意見が虚偽記載になる根拠として、意見の主題が事実として投資家に提示されていることを主張している。合理的な根拠を欠くことと、意見の主題が事実として投資家に提示されていることには、それ自体で直ちに論理的な関係が存在しないため、合理的な根拠を欠く意見が必ず虚偽記載になるとはいえない。すなわち、合理的な根拠を欠くことによって、必ず虚偽記載になるとはいえない。

意見の主題が事実として投資家に提示されていることを前提として考えるのであれば、合理的な根拠を欠くことは、当該事実が誤りであることを立証する一要素になるといえよう。ただし、当該事実が誤りであることは、必ずしも合理的な根拠を欠くことによらずとも立証できるであろうから、合理的な根拠を欠くことは、虚偽記載であることを示す必要条件ともいえない。

学説では、合理的根拠がない場合は実在性を欠く情報が開示されていることになるため、ソフト情報が合理的根拠なく開示された場合は虚偽の記載に該当するとの見解があるが、私見との差異は、どのような点に認められるだろうか<sup>119</sup>。第1に、私見では、合理的な根拠が存在しないことのみでは、虚偽になるか否かが判然としないため、これだけでは虚偽記載を認めるに足りないと考える。第2に、学説では、根拠が存在しない開示であっても、何らかの開示がなされているのであり、その開示について、実在性を欠くから虚偽となりうると考えているようである<sup>120</sup>。私見では、次のように考える。まず、金商法の条項が虚偽記載と誤導的不記載を分けて規定していることから、ある記載が虚偽記載には該当せずとも誤導的不記載に該当する場合が存在することは明らかである。実在性を欠くにしても、

<sup>119</sup> 藤林・前掲注(104)7頁注1。

<sup>120</sup> 藤林・前掲注(104)7頁注1。

必ずしも虚偽記載に該当せず（本稿の主張に基づけば、実在性を欠くことが主題（＝事実）を虚偽記載にするほど強い主張となるのであれば、虚偽記載に該当するが、そうならない限り、虚偽記載とはいえない）、誤導的不記載のみに該当する場合がありますのではないだろうか。

#### （４） 小括

ここでは、合理的な根拠を欠く意見について、当該合理的な根拠を欠くことが開示されず、かつ、その意見が外れた場合に、虚偽記載又は誤導的不記載に該当しうるかを検討した。結論としては、合理的な根拠を欠くことを立証することは、意見が虚偽記載や誤導的不記載であることを必ず意味するものではないことを主張した。また、意見が虚偽記載や誤導的不記載であることを示すために、必ず合理的な根拠を欠くことを示さなければならぬものでもない。

### IV 結論

本稿における主な主張は、次の通りである。

第１に、将来の予測に代表されるような「意見」と過去の「事実」では、虚偽記載等の該当性の判断について、取り扱いを変える必要がある。なぜなら、意見は、誤る可能性が過去の事実と比較して高いにもかかわらず、投資家にとって投資情報として特に有用であるため開示を促す必要があるからである<sup>121</sup>。必要もないのに、わざわざ楽観的な意見を記載した上で、株式の購入を奨励する場合には、むしろ厳しい責任をもって望むという法政策も十分に考えられるため<sup>122</sup>、どのような場合に責任を負わせるかに十分留意する必要があるといえよう。

第２に、意見の不記載又は記載が、虚偽記載、法定事項不記載又は誤導的不記載とされる場合がありえるかが問題となる。この点、金商法の規定が事実ではなく、事項となっている点などに鑑みると、事案によって、虚偽記載、法定事項不記載又は誤導的不記載とされる場合がありえる。

第３に、意見の不記載又は記載について責任を追及する場合で、無過失責任を追及するときは、過失を立証せずとも、虚偽記載、法定事項不記載又は誤導的不記載を立証できる場合が考えられる。すべての事件で、虚偽記載、法定事項不記載又は誤導的不記載を立証する際に過失の責任を回避できるという意味ではなく、過失の立証を回避できる場合がありうるという意味である。換言すれば、意見の不記載又は記載について無過失責任を追及する場合に、必ず過失の立証が必要であるとはいえない。

第４に、ある意見に合理的な根拠が存在しないことは、当該意見が虚偽記載又は誤導的不記載に該当するかを判断する際に有用な情報であり、これが訴訟で争われることは多い

---

<sup>121</sup> 畠田・前掲注（87）344頁。

<sup>122</sup> 鴻ほか・前掲注（83）100頁〔龍田節発言〕。

であろう。しかし、ある意見に合理的な根拠が存在しないことは、虚偽記載又は誤導的不記載であることを立証するために必ず必要ということではないし、また、合理的な根拠が存在しないことを示したからといって、必ず虚偽記載又は誤導的不記載に該当するともいえない。

本稿で残された課題は数多いが、主に、次の点が挙げられる。

第1に、記載の省略と取引因果関係が挙げられる。金商法18条や同法21条の2では、損害額の法定や推定があり、この観点から取引因果関係が推定されている。しかし、例えば、金商法21条では、このような取引因果関係の推定が存在しない。このため、どのような記載の省略であれば、取引因果関係を認めることができるのかが問題となりうる。この点は、本来であれば、本稿の研究の前提として検討されるべきものであるが、本稿では、この点について検討を欠いている。

第2に、本稿では、一定の意見の記載が、虚偽記載に該当すると解している。しかし、意見は、表現の自由の下で保護されている。この点、本稿の解釈がこれと整合的であるかについては、検討を欠いている<sup>123</sup>。本稿の解釈が表現の自由の過度な制約に該当する場合には、この観点から責任が制限されることになろう。

第3に、本稿の解釈は、課徴金及び刑事罰で用いられる場合にも影響を与えるが、本稿では、具体的な検討を欠いている。特に、どのような場合に意見が虚偽記載に該当し、ひいては、刑事罰の対象となるかである。この点は、刑法の観点からの検討も重要であるので、他の研究に委ねたい。本稿がいささかでも有用であれば望外の幸せである。

\* 本稿の執筆に当たり日本証券業協会客員研究員会合、早稲田大学金融商品取引法研究会及び関西新世代商事法研究会において有益なコメントを得た。ここに記して感謝する。また、本稿は、日本証券業協会の客員研究員としての研究成果である。

---

<sup>123</sup> 近藤光男ほか『金融商品取引法入門（第4版）』539頁（商事法務、2015）（格付けの文脈で、憲法上の表現の自由に言及する）。

## 参考文献及び判例一覧

- [1] Hugh C. Beck, *The Substantive Limits of Liability for Inaccurate Predictions*, 44 AM. BUS. L.J. 161–205 (2007)... 8
- [2] JOHN C. COFFEE, JR., HILLARY A. SALE & M. TODD HENDERSON, *SECURITIES REGULATION CASES AND MATERIALS*, Foundation Press (13th ed. 2015)... 9
- [3] JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN, DONALD C. LANGEVOORT, ANN M. LIPTON & WILLIAM K. SJOSTROM, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS*, Wolters Kluwer (9th ed. 2020)... 5, 15
- [4] Daniel R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 BUS. LAW. 1–20 (1982)... 9
- [5] IOSCO, *General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations* (Feb. 2003)... 15
- [6] Homer Kripke, *The SEC, the Accountants, Some Myths and Some Realities*, 45 N.Y.U. L. REV. 1151 (1970)... 15
- [7] Donald C. Langevoort, *Half-Truths: Protecting Mistaken Inferences by Investors and Others*, 52 STAN. L. REV. 87 (1999)... 18
- [8] 飯田秀総「最近の米国証券訴訟判例の日本法への示唆」商事 2146 号 39 頁 (2017) ... 3, 16
- [9] 池田唯一ほか『逐条解説 2008 年金融商品取引法改正』(商事法務, 2008) ... 18
- [10] 石田真得『米国のクラスアクション・代表訴訟の最近の動向—証券クラスアクション—』日本取引所金融商品取引法研究 7 号 (日本取引所, 2017) ... 4, 16
- [11] 梅津昭彦「委任状説明書に対する信頼と不実表示に基づく救済—Sandberg v. Virginia Bankshares, Inc., 891 F.2d 1112 (4th Cir. 1989)」商事 1321 号 27–29 頁 (1993) ... 3
- [12] 鴻常夫ほか『改正会社法セミナー (4) 株式会社の計算・公開・新株引受権附社債』(有斐閣, 1985) ... 15, 17, 25, 27
- [13] 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」奥島孝康教授還暦記念論文集編集委員会編『奥島孝康教授還暦記念比較会社法研究 (第 1 巻)』(成文堂, 2000) ... 3
- [14] 尾崎安央「開示制度に関する覚書」別冊商事法務 369 号 53–62 頁 (2012) ... 2, 3
- [15] 尾崎安央「企業のソフト情報の開示規制とその問題点 (1)」早法 67 卷 1 号 55–166 頁 (1991) ... 1, 2, 3
- [16] 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」早法 67 卷 2 号 1–167 頁 (1992) ... 2
- [17] 尾崎安央「文章による企業財務情報の開示」酒巻俊雄ほか編『長浜洋一教授還暦記念現代英米会社法の諸相』309–332 頁 (成文堂, 1996) ... 2
- [18] 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」早法 77 卷 3 号 19–53 頁 (2002) ... 1
- [19] 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編『金融商品取引法コンメンタール (第 4 巻)』(商事法務, 2011) ... 16, 22
- [20] 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編『金融商品取引法コンメンタール (第 1 巻) (第 2 版)』(商事法務, 2018) ... 17
- [21] 岸田雅雄『証券取引法 (第 2 版)』(新世社, 2004) ... 2, 3, 16, 25
- [22] 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法 (第 1 巻)』(金融財政事情研究会, 2011) ... 25
- [23] 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法 (第 4 巻) (改訂版)』(金融財政事情研究会, 2020) ... 18
- [24] 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告—資本市場における好循環の実現に向けて—」(2018 年 6 月 28 日) ... 15
- [25] 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任 (3)」法協 106 卷 2 号 193–293 頁 (1989) ... 19
- [26] 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 47 卷 3 号 431 頁 (1997) ... 3

- [27] 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』（弘文堂，2004）… 3, 19
- [28] 黒沼悦郎「委任状説明書における不実表示の重要性と因果関係の立証—Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U.S. 1083 (1991)」商事 1446 号 32–35 頁 (1997) … 3, 7
- [29] 黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣，2020）… 2, 3, 8, 17, 18
- [30] 公益財団法人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」（2011年7月29日）… 2
- [31] 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第4版〕』（商事法務，2015）… 28
- [32] 志谷匡志「Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 111 S. Ct. 2749 (1991)」アメリカ法 1992–2 号 370–375 頁 (1992) … 3, 8, 9
- [33] 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 15–40 頁 (2010) … 17
- [34] 下中和人『ソフト・インフォメーションの開示の法的課題』（兵庫県立大学政策科学研究所，2012）… 2, 19, 23
- [35] 下中和人「アメリカにおける将来情報の開示と注意の喚起」上村達男ほか編『正井章彦先生古稀祝賀企業法の現代的課題』333–350 頁 (成文堂，2015) … 3
- [36] 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』（有斐閣，1984）… 16, 18, 20
- [37] 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 1–37 頁 (1964) … 9, 15
- [38] 並木和夫「予想情報の開示と責任」法学研究 70 巻 1 号 69–91 頁 (1997) … 3
- [39] 畠田公明「証券市場における不実開示と取締役の責任」『加藤勝郎先生柿崎栄治先生古稀記念社団と証券の法理』339–357 頁 (商事法務，1999) … 16, 27
- [40] 林謙太郎「上場会社の業績予想開示に関する実務上の取扱いの見直しの概要」資本市場 320 号 23–29 頁 (2012) … 2
- [41] 藤林大地「不実開示に対する発行会社の故意・過失の意義—我が国の法改正とアメリカ・カナダ・イギリス法の動向を中心に—」金法 1997 号 25–41 頁 (2014) … 17
- [42] 藤林大地「ソフト情報の開示は如何なる場合に虚偽記載等となるか—米国連邦最高裁 Omnicare 判決を契機として—」鳥山恭一＝中村信男＝高田晴仁編編『岸田雅雄先生古稀記念論文集現代商事法の諸問題』887–903 頁 (成文堂，2016) … 2, 3, 8, 15, 16, 17, 18, 22, 25
- [43] 藤林大地「有価証券報告書等の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任—IHI 事件—」東京地裁平成 26 年 11 月 27 日判決」金判 1521 号 2–7 頁 (2017) … 18, 21, 26
- [44] 藤林大地「コーポレート・ガバナンスに関する情報の不実開示に対する責任法制」青山アカウンティング・レビュー 9 号 28 頁 (2019) … 16, 18, 21
- [45] 森田章「ソフト・インフォメーションの開示—業績予測を中心として」証券研究 65 巻 49 頁 (1982) … 2, 15
- [46] 八木原栄二ほか「企業内容等の開示に関する内閣府令の改正—平成 31 年内閣府令第 3 号—」商事 2194 号 16–27 頁 (2019) … 15
- [47] 山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣，2010）… 16
- [48] 湯原心一『証券市場における情報開示の理論』（弘文堂，2016）… 9, 14, 25
- [49] 湯原心一「証券法 11 条に基づく意見に関する責任 — Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, 135 S. Ct. 1318 (2015) —」アメリカ法 2016–1 号 193–197 頁 (2016) … 3
- [50] 伊藤浩紀「流通市場における不実開示に対する民事責任と発行会社の『過失』について」同志社法学 70 巻 2 号 260–351 頁 (2018) … 17
- [51] 株式会社東京証券取引所「業績予想開示に関する実務上の取扱いについて」（2012年4月5日）… 20
- [52] Affiliated Ute Citizens of Utah v. U.S., 406 U.S. 128 (1972)… 19
- [53] Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981)… 14
- [54] Ind. State Dist. Council of Laborers v. Omnicare Inc., 527 F. Supp. 2d 698 (E.D. Ky.

- 2007)... 11
- [55] *Ind. State Dist. Council of Laborers v. Omnicare Inc.*, 583 F.3d 935 (6th Cir. 2009)... 11
- [56] *Ind. State Dist. Council of Laborers v. Omnicare Inc.*, 2012 WL 462551 (E.D. Ky. 2012)... 10, 11
- [57] *Ind. State Dist. Council of Laborers v. Omnicare Inc.*, 719 F.3d 498 (6th Cir. 2013)... 11
- [58] *Longman v. Food Lion Inc.*, 197 F.3d 675 (4th Cir. 1999)... 9
- [59] *Laborers Dist. Council Constr. Ind. Pension Fund v. Omnicare*, 562 U.S. 1027 (2010)... 11
- [60] *Omnicare Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund*, 134 S. Ct. 1490 (2013)... 11
- [61] Joint Appendix, *Omnicare Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund*, 2014 WL 2568753 (2014)... 10, 11
- [62] *Omnicare Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund*, 575 U.S. 175 (2015)... 3, 12, 13, 14
- [63] *San Leandro Emergency Medical Group Profit Sharing Plan v. Philip Morris Companies, Inc.*, 75 F.3d 801 (2d Cir. 1996)... 9
- [64] *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976)... 6
- [65] *Va. Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083 (1991)... 3, 4, 5, 6, 7, 8
- [66] *Va. Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 495 U.S. 903 (1990)... 5
- [67] *Sandberg v. Va. Bankshares, Inc.*, 891 F.2d 1112 (4th Cir. 1989)... 5

## 目次

I	序論	1
II	米国判例の検討	2
1	序論	2
2	<i>Virginia Bankshares</i> 事件	4
	(1) 事実の概要	4
	(2) 判旨	5
	(3) スカリア裁判官の意見	7
	(4) 検討	7
3	<i>Omnicare</i> 事件	10
	(1) 事実の概要	10
	(2) 判旨	12
	(3) スカリア裁判官の一部同意・結論同意意見	13
	(4) 検討	13
4	小括	14
III	金融商品取引法の下における意見	15
1	序論	15
2	虚偽記載・法定事項不記載・誤導的不記載	18
	(1) 序論	18
	(2) 意見の不記載	19
	(3) 意見の記載	19
	(4) 小括	21
3	立証責任が転換された過失責任と無過失責任	22
	(1) 序論	22
	(2) 立証責任が転換された過失責任	22
	(3) 無過失責任	22
	(4) 小括	24
4	意見の根拠	24
	(1) 序論	24
	(2) 誤導的不記載	25
	(3) 虚偽記載	26
	(4) 小括	27
IV	結論	27