

米国証券詐欺訴訟における 重要性の判断枠組み*

熊代拓馬

《目次》

- I. はじめに
- II. 背景
- III. *Basic* 判決前の判例状況
 - 1. 証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みについての判例状況
 - 2. 委任状勧誘規制における重要性の判断枠組みについての判例状況
 - 3. 整理
- IV. *Basic* 判決
 - 1. 判旨
 - 2. 解説
- V. *Basic* 判決後の判例の展開
 - 1. *Carter-Wallace I* 判決
 - 2. *Matrixx* 判決
 - 3. 解説
- VI. むすび

* 本稿は、科学研究費 20K22063・22K13310、青山学院大学法学部附置判例研究所 2020 年度・2021 年度プロジェクト、青山学院大学総合研究所 2022 年度アーリーイーグル研究支援制度、および日本証券業協会第 9 期客員研究員としての研究成果の一部である。また、

I. はじめに

本稿は、米国証券詐欺訴訟における重要性 (materiality) について、現在の判例における判断枠組みの内容と形成過程を整理するものである。その理由は2つある。第1に、米国の証券詐欺訴訟において重要性要件の果たす役割が大きいからである。近時、米国において、何らかの事象発生後に非財務情報の虚偽記載または不記載を主張する証券詐欺訴訟が散見されるところ¹⁾、その多くで原告は虚偽記載や不記載の重要性の立証に失敗し、訴答段階で訴え却下となっている。訴訟(とりわけ、民事責任の追及)を通じた情報開示の義務付け、および開示情報の正確性の確保の観点からは、重要性につきどのような判断枠組みが構築されており、また、それはどのような思想に裏付けられるのか理解する必要がある。第2に、米国証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みは、米国においてのみ役割が大きいだけでなく、わが国の金融商品取引法上の、とりわけ継続開示書類の虚偽記載や不記載における重要性の理解にも影響を及ぼしているからである。わが国でも有価証券報告書等の虚偽記載・不記載につき発行会社や役員等の民事責任を追及するにあたり、当該虚偽記載や不記載が「重要な事項」についてなされたものであることを要する(例えば、金商法21条の2)。わが国では、この重要性について(米国ほど)明確な判断枠組みが判例・学説上示されているわけではないが、近時、一部の論者は米国証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みを背景とした見解を示している²⁾。そうであるとすれ

本稿の基となった研究は、日本証券業協会客員研究員会合(2023年4月19日)において報告し、出席者から多くの示唆・助言を賜った。ここに記して感謝申し上げる。言わずもがな本稿に残された誤りは筆者の責に帰すものである。

- 1) See, Gideon Mark, *Event-Driven Securities Litigation*, 24 U. Pa. J. Bus. L. 522 (2022).
- 2) 東京地判令和4年3月3日資料版商事458号123頁(日産自動車事件)は、「重要な事項」とは、「投資者の投資判断に影響を与えるような基本的な事項、すなわち、その記載内容によって投資者の投資判断が変わり得る事項をいう」と判示した。この点につき、藤林大地は、『その記載内容によって投資者の投資判断が変わり得る事項』(いわば investor might consider it important)として、『重要な事項』のハードルを低く設定している」と評価した上で、『重要な事項』のハードルを低く設定すると、『重要な事項』という要件の重大な機能〔筆者注：投資者に対する有益な開示の確保や情報開示の費用便益の調整〕が果たせないことになり、また課徴金制度の趣旨との関係で緊張が生じ得ることになるため、『投資者の投資判断に重要な影響を与える実質的な可能性のある事項』(いわば there must be a substantial likelihood that the reasonable investor would consider it

ば、米国証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みを表層的に参照するのではなく、その形成過程や思想的背景をも踏まえた検討が要せられる。具体的には、現在の米国証券詐欺訴訟において用いられている重要性の判断枠組みは、どのような事案に対処するために説示されたものであり、また他の判断枠組みをどのように排斥してきたのかについて理解すべきである。

結論先取的に言えば（また周知の通り）、現在の米国の証券詐欺訴訟では、重要性の判断にあたり、1988年に連邦最高裁判所がBasic Inc. v. Levinson³⁾（以下、「Basic判決」という）において示した判断枠組みが用いられている。そこで、本稿は、現在の判例における判断枠組みの内容と形成過程を整理するために、Basic判決を基準にその前後の判例状況とBasic判決を検討する⁴⁾。本稿では、現在の判例における判断枠組みがいかに運用されているか（つまり、どのような場合に重要性が認められたり、否定されたりしているか）や、判断枠組みとその運用に対する学説の評価は扱わない。また、わが国の金融商品取引法における重要性要件の解釈論・立法論を示すものでもない。本稿はこれらの基礎となる準備作業であり、現在の判例における判断枠組みの運用状況、判断枠組みとその運用に対する評価、およびわが国における重要性要件の解釈論・立法論については別稿で整理検討する。

本稿の構成は以下の通りである。まず、米国証券詐欺訴訟の基礎となる要件や訴訟手続をごく簡単に確認する（→Ⅱ）。次に、Basic判決以前の判例状況を整理し（→Ⅲ）、Basic判決それ自体について判示内容をやや丁寧にみた上で（→Ⅳ）、Basic判決後の判例状況を整理する（→Ⅴ）。最後に、適宜、わが国の判例・学説と対比しながら、本稿の整理内容を端的にまとめる（→Ⅵ）。

important) と解すべきである」(強調原文ママ)とする(藤林大地「判批」金判1660号12頁(2023))。藤林の見解で強調されている、“might”と“would”の区別や“substantial likelihood”の表現は、まさに米国証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みで示されているものである(Ⅲ.2.(2)〔16頁〕, (3)〔22頁〕参照)。

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

4) Basic判決までの判例動向やBasic判決を邦語で整理・検討するものとして、黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(4)」法協106巻5号765頁, 837頁以下(1989)、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(1990)、並木和夫「未決定事実の開示義務」法学研究66巻12号113頁(1993)。

II. 背景

1934年証券取引所法10条b項は、直接的または間接的であれ、州際通商もしくは郵便の手段または国立証券取引所の設備を用いて、公益または投資家保護のために必要または適切なものとしてSECが定める規則に違反して、証券等の売買に関して、相場操縦的または詐欺的戦略・術策を用いること (to use or employany manipulative or deceptive device) を禁止する、一般的な証券詐欺禁止規定である。1934年証券取引所法10条b項を受けてSECが定めたRule 10b-5は、証券等の売買に関して、詐欺を行うための戦略、計略、または技巧 (any device, scheme, or artifice) を用いること (同 (a))、重要な事実について、虚偽記載をする、または開示された状況に照らして、声明 (statement) を誤解を招くものとしないうために、必要な重要な事実を表現することを省略すること (同 (b))、詐欺もしくは欺瞞となり、またはそのおそれのある行為、慣行、または業務を行うこと (同 (c)) を禁止する⁵⁾。

1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に基づき、発行会社や役員に対し虚偽記載・不記載につき証券詐欺を主張する者 (原告) は、(i) 重要な虚偽記載または重要かつ誤導的な不記載、(ii) サイエーター、(iii) 虚偽記載・不記載と証券の売買の関連性、(iv) 虚偽記載・不記載への依拠 (信頼)、(v) 経済的損失、(vi) 相当因果関係を訴答・立証しなければならない⁶⁾。これに対し、一般に、会社・役員 (被告) は、原告の申立てにおいては十分に請求が述べられていないと主張して訴え却下の申立て (連邦民事手続規則12条b項6号) や、重要な事実につき真正の争いがなく法の問題として判決が得られると主張してサマリージャッジメントの申立て (連邦民事手続規則56条a項) を行い、訴答段階 (事実審理前) での訴訟の終了を試みる⁷⁾。訴答段階では、訴状でもっともらしく主張されている事実に関する全ての主張を真のものとして受け止めた上で、請求につき現実的にありえる程度の記載がなされているかが審理され⁸⁾、訴答が不十分であれば、被告の訴え却下の申立てが認

5) 1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に関する邦語での解説として、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版一部補訂版〕』116-129頁 (弘文堂、2006)。

6) See, Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific Atlanta, 552 U.S. 148, 157 (2008)。

7) 連邦民事訴訟規則下における訴え却下やサマリージャッジメントに関する邦語での解説として、溜箭将之『英米民事訴訟法』195-204頁 (東京大学出版会、2016)。

8) See, Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd., 551 U.S. 308, 322-323 (2007), Ashcroft

められる。原告が訴答段階を乗り越えるにあたり、しばしば障害となるのが (i) 虚偽記載・不記載の重要性の立証である。

Ⅲ. *Basic* 判決前の判例状況

Basic 判決以前、証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みは、巡回区控訴裁判所ごとで異なっていた。そこで、証券詐欺訴訟における重要性についての判例状況を整理する (→ 1)。また、*Basic* 判決で採られた重要性の判断枠組みは、1976 年に連邦最高裁判所が *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*⁹⁾ (以下、「*TSC Industries* 判決」という) において委任状勧誘規制に関して示した重要性の判断枠組みを踏まえたものであるところ、*TSC Industries* 判決とそれに至るまでの委任状勧誘規制における重要性についての判例状況も確認する (→ 2)。

1. 証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みについての判例状況

概して言えば、第 2 巡回区控訴裁判所は規模・蓋然性基準という衡量基準を、第 3 巡回区控訴裁判所・第 7 巡回区控訴裁判所は大筋合意基準 (agreement in principle rule) という明確に線引きされた基準 (bright-line rule) を、第 6 巡回区控訴裁判所は積極的否定 (affirmative denial) 基準を採っていた。ここでは、各基準がいかなる事案に対処するために示されたものであり、また、それらがいかなる根拠に基づくものであるのか整理する。

(1) 第 2 巡回区控訴裁判所の立場

第 2 巡回区控訴裁判所は、*SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*¹⁰⁾ (以下、「*Texas Gulf Sulphur* 判決」という) において、後に *Basic* 判決で受容された規模・蓋然性基準を採ることを示した。*Texas Gulf Sulphur* 判決は次のようなものであった。

v. Iqbal, 556 U.S. 662, 678-679 (2009).

9) *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

10) *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968). 邦語での紹介・検討として、龍田節「未公開の重要な会社情報に基づいて内部者が株式を売買することは違法である」アメリカ法 1970-1 号 100 頁 (1970)、萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』64-68 頁 (弘文堂, 2011)。

① 事案の概要

1963年10月末、世界最大の硫黄産出会社であったT社はカナダK地区において地質学調査を行った。11月8日、T社はK地区の一部で試掘を開始し、銅や亜鉛の平均含有量が極めて高い鉱床（以下、本事件で「本件鉱床」という）であることを発見した。さらなる分析と周辺の土地取得の準備のため、数か月間掘削を停止していたが、1964年3月31日に掘削が再開された。T社が優良な鉱床を発見したことは噂として広まるとともに、新聞で取り上げられた。4月12日、T社は、本件鉱床の調査を行ったことを認めつつも、結果は判明していない旨のプレスリリースを行ったが、同月16日には本件鉱床の存在を肯定する公式発表を行った。1963年10月末の調査から1964年4月16日の公式発表までの間、T社の取締役らは、複数回にわたってT社株式の購入を行ったり、知人に購入を勧めたりしていた（以下、本事件で「本件行為」という）。

SECは、T社取締役らの本件行為は、1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に違反するとして、本件行為の差止めと証券取引の取消しを求める訴えをニューヨーク南部地区連邦地方裁判所に提起した。ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所は、1964年4月9日以前の採掘結果は重要なものではなく違法ではない、また、本件プレスリリースは誤導的なものではないとして、4月9日以降に取引を行った被告を除き、違法性を認めなかった。これに対し両当事者が控訴した。

② 判旨

「重要性基準の基本は、合理的な者が当該取引における行為選択の判断において重要だと考えるであろう（would）というものである。もちろん、これには合理的かつ客観的に考慮して、会社の株式または有価証券の価値に影響を与えるかもしれない（might）いかなる事実も含まれる。そうした事実は重要な事実であり、会社の有価証券につきインサイダー取引が行われるより前に、投資家に実効的に開示されなければならない。ウォール街やベイストリートの投資家や投資専門家も、保守的な投資家に与えられる法的保護と同じ保護を受ける合理的な投資家である。したがって、重要な事実には、会社の収益や配当に関する情報のみならず、会社の将来予測に影響を与える事実や、会社の有価証券を購入、売却または保有するという投資家の欲求に影響を与え得る（may）事実も含まれる。

事実が特定の事象に関連しており、かつ当該事実を知っている者が開示していない場合に、当該事実が Rule10b-5 において重要であるか否かは、その当時における、当該事象が発生する蓋然性と企業活動の全体に照らして予想される当該事象の規模の衡量に基づき判断される¹¹⁾。」(強調筆者)

③ 解説

Texas Gulf Sulphur 判決は、事業に関する未公表情報に基づく証券取引(インサイダー取引)が問題となった事案において、重要性とは、合理的な者が取引に関わる判断を行うにあたり重要だと考えるであろう場合に認められるという一般的な規範を示した上で、重要性は当該事象の見込まれる規模と発生 of the 蓋然性を衡量して判断する立場(規模・蓋然性基準)を示している。

重要性の一般的な規範は不法行為法第1次リステイトメント 538 条2項¹²⁾に基づくものである。同条は不実記載された事実の重要性に関する規定であり、同項は、(a) 事実の存在または不存在が、合理的な者が当該取引における行為選択の判断において重要だと考えるであろう場合、または (b) 表明者が、合理的な者であればそうは捉えないが、受領者が当該事実を重要だと考える可能性があることを知っていた場合には、当該事実は重要であると規定する。同項 a 号のコメントでは、重要性の判断にあたっては、合理的な者が取引の金銭的利益に影響を及ぼすとみなすような事実である必要はなく、感情的な考慮も含まれ得ること、重要性の判断は陪審員の判断の問題であることが示されている¹³⁾。

Texas Gulf Sulphur 判決は規模・蓋然性基準を採る根拠を示していない。後述の通り¹⁴⁾、他の巡回区控訴裁判所では、合併交渉の存在や内容の不開示事例において重要性の判断枠組みが構築されていったが、第2巡回区控訴裁判所も合併交渉の不開示が問題となった *SEC v. Geon Industries, Inc.*¹⁵⁾ (以下、「*Geon Industries* 判決」という)において、*Texas Gulf Sulphur* 判決を引用し、規模・蓋然性基準を適用し

11) *Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d at 849.

12) Restatement (First) of Torts § 538 (2) (1938).

13) *Id.* Comments h & i.

14) Ⅲ. 1 (2) (8 頁), (3) (13 頁) 参照。

15) *SEC v. Geon Industries, Inc.*, 531 F.2d 39, 47-48 (2d Cir. 1976).

ている。なお、後述する *TSC Industries* 判決等では、“might”と“would”は意識的に使い分けられているが¹⁶⁾、*Texas Gulf Sulphur* 判決では特に区別せず用いられている。

(2) 第3巡回区控訴裁判所・第7巡回区控訴裁判所の立場

第3巡回区控訴裁判所は *Greenfield v. Heublein, Inc.*¹⁷⁾ (以下、「*Greenfield* 判決」という)において、第7巡回区控訴裁判所は *Flamm v. Eberstadt*¹⁸⁾ (以下、「*Flamm* 判決」という)において、大筋合意基準を採用することを示していた¹⁹⁾。大筋合意基準とは、合併等の取引が交渉過程にある場合において、直ちに当該取引が重要性を有するは言えない(したがって開示義務違反はない)が、取引の内容(価格と構造)について大筋で合意に至った場合には重要性を有する(したがって開示義務が生じる)というものである。

① *Greenfield* 判決

ア. 事案の概要

G社は、市場内取引で、1982年2月までにH社の発行済株式の約10%を、5月末までに約19%を取得した。7月8日、G社はH社に対し厳しい要求をしたため、同月9日、H社はR社と秘密裏に協議し、H社経営陣はH社の存続を希望するとともに、R社が敵対的買収者ではないことを確認した。同協議では、H社・R社の具体的な統合方法についても検討されたが、正式な合意には至らなかった。同月14日、ニューヨーク証券取引所におけるH社株式の取引量が大幅に増加し、価格も緩やかに増加した。これを受け、ニューヨーク証券取引所は、H社に対し“no corporate development”声明を出すことを求め、H社は同社株式の動きを説明するような理由はないと認識していると述べた(以下、本事件で「7月14日声明」という)。同月

16) Ⅲ.2(2)②(18頁)、③(19頁)、(3)(22頁)参照。

17) *Greenfield v. Heublein, Inc.*, 742 F.2d 751 (3d Cir. 1984)。

18) *Flamm v. Eberstadt*, 814 F.2d 1169 (7th Cir. 1987)。

19) 厳密には、第3巡回区控訴裁判所は、*Greenfield* 判決以前に *Staffin v. Greenberg*, 672 F.2d 1196, 1205-1207 (3d Cir. 1982) (以下、「*Staffin* 判決」という)において大筋合意基準を示している。もっとも、*Greenfield* 判決は合併交渉の不開示事案において大筋合意基準を採用する理由をある程度具体的に示しているため、本稿では *Greenfield* 判決を対象とする。

23日、G社は、H社に対し厳しい要求を繰り返し、市場での買い集めを再開すると脅した。これを受け、H社はR社との協議を本格化し、同月26日には両社の指示を受けた投資銀行が買収価格について協議し、翌27日には、両社の経営陣が直接対面し、買収価格（H社株式1株当たり60ドル）の合意がなされた。同月28日、ニューヨーク証券取引所は再度H社に対し“no corporate development”声明を出すことを求めたが、H社は声明を発表できない旨、およびその理由を説明し、H社株式の売買の停止を求め、停止された。同月29日、H社・R社双方の取締役会で合併は承認され、公表された。

H社株主であるAは、G社による敵対的買収を概ね認識しており、7月のH社株式の取引量の増加や価格上昇を注意深く見ていた。Aは、7月14日のH社の“no corporate development”声明を受け、1株あたり42.25ドルで頭打ちすると判断し、同価格での売り注文を出し、同月27日売却された。Aは、H社が7月14日声明を公表し、かつそれを更新しなかったことは、H社とG社・R社との買収交渉に関する重要な情報を秘匿したもので、1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5等に違反すると主張した。被告は、サマリージャッジメントおよび訴え却下の申立てを行い、ペンシルベニア東部地区連邦地方裁判所は被告の申立てを認めた。これに対し原告が控訴した。

イ. 判旨

〔筆者注：Staffin 判決において、〕当裁判所は、合併交渉に関して、それが暫定的なものである限り、開示義務は生じないと判示した。それは、暫定的な協議の開示それ自体によって株主は誤解する可能性があるため、暫定的な合併交渉は法の問題として重要ではないからである。しかしながら、合併交渉が進むにつれて、誤解を招く開示のおそれから株主を保護する必要性は、株主の投資判断にとって重要な会社の進展について通知を受ける権利に置き換えられることを認識していた。それゆえ、さらに『合併について大筋合意がある場合には、開示義務がある』と判示した。……合併交渉は様々な状況で生じるものであり、これらについての開示義務が生じる時期を判断するために用いられる基準は、柔軟かつ具体的でなければならない。ここで、控訴人Aは、地方裁判所が価格と構造の要素に依拠したことを問題視し、それより厳格でない『当事者の意図』基準を採用することを主張する。当裁判所は意図を基準とすることは不適切であると判断する。こうした基準は裁判所や会社の

双方に、合併交渉の開示がいつなされるべきかについて判断するための十分な指針を与えない。こうした不確実性と、遅れた開示に対する責任の相当程度の可能性とあいまって、会社は早期に合併交渉の詳細を伝える声明を公表することになりそうである。これは株式市場に混乱をもたらすだけでなく、ほとんどの合併交渉がデリケートなものであることを考慮すれば、買収型ベンチャーを阻害するおそれがある。

本事件の事実の下では、当事者間で価格と構造について合意に達した時点において、合併につき大筋合意がなされたと判断することが、より適切であった。すべての事案に適用される明確な定義を置くことは難しいが、これら2つの要素は一般にあらゆる合併で重要な側面である。価格と構造に関する合意は、交渉する企業間において成熟した理解の具体的な証拠となる²⁰⁾。」

ウ. 解説

Greenfield 判決は、原則として当事会社は合併交渉につき開示義務を負わないが、合併につき大筋合意に至った場合には（具体的には取引の価格と構造について合意に至った場合には）、開示義務が生じる、すなわち合併交渉に関する情報は重要性を有するとする。*Greenfield* 判決は大筋合意基準の正当化根拠として次の3点を挙げる。第1に、合併交渉に関する開示は必然的に暫定的なものであるために、合併交渉の存在それ自体の開示によって投資家が誤解し、誤った樂觀を促進しかねないこと。第2に、大筋合意期違反の要件は開示義務の範囲を制限するため、合併交渉の秘密保持に役立つこと。第3に、開示時期の判断において利用可能で明確なルールであることである（以下、「大筋合意基準の根拠1」などと記す）。これらの根拠の妥当性は措くとして²¹⁾、重要性の判断枠組みにおいて明確に線引きされた基準を採用ことの利点が明示されていることは注目すべきである。なお、後述する *Flamm* 判決とは異なり、*Greenfield* 判決では *TSC Industries* 判決について言及されていない。

② *Flamm* 判決

ア. 事案の概要

1975年12月2日、G社はニューヨーク証券取引所上場会社であるM社に対し1

20) *Greenfield*, 742 F.2d at 756-757.

21) *Flamm* 判決は根拠1に説得力がないとし（本節(2)②イ[11頁]参照）、*Basic* 判決はこれらの根拠のいずれも説得力がないとする（IV.1(2)[29頁]参照）。

株あたり 17 ドルで公開買付けする意向を示した。同月 5 日、M 社は G 社の買収提案につき買収対価が安価である旨を示した。M 社は投資銀行である GS 社に対し同社に関心のある会社へ接触するよう授權し、GS 社は 100 社以上に当たったが、12 月中に関心を示した企業はなかった。N 社は、12 月 12 日に M 社経営陣との協議を断ったが、1976 年 1 月になり、GS 社を通じて、N 社は M 社と協議の余地があることを知らせた。1 月 19 日、N 社の社長は M 社に対し 1 株あたり 21 ドルで公開買付けする用意があること、M 社が N 社の提案を受けることを事前に合意しない限り、追求しないことを述べた。同月 24 日、M 社取締役会は事前合意をし、同月 26 日、N 社取締役会は M 社の提案を承認し、同日、両社はその旨公表した。その結果、G 社は買収を断念した。

M 社の株主であった F らは、1975 年 12 月 5 日から 1976 年 1 月 23 日の間に、M 社株式を売却した投資家のクラス代表として、M 社やその役員らに対し、M 社が友好的買収者を探していたことは重要な情報であり、1934 年証券取引所法 10 条 b 項および Rule10b-5 に基づき責任を負う旨主張するクラスアクションを提起した。一方、被告は、友好的買収者を探していたことは法の問題として重要ではない等主張して、サマリージャッジメントの申立てを行った。イリノイ北部地区連邦地方裁判所は、クラス認証をし、被告の申立てを却下しつつも、陪審審理後、被告の主張を支持する判決をした。これに対し、原告が控訴した。

イ. 判旨

「あらゆる状況下において、省略された事実が合理的な株主の検討において実際に重要であったであろうという相当程度の可能性がある、すなわち合理的な投資家が利用可能な情報の総体を大きく変化させたとみなしたであろう場合に、省略は重要である。TSC Industries 判決は、委任状勧誘規制における重要性を扱ったが、他の控訴裁判所と同様に、当控訴裁判所は TSC Industries 判決における定義を、証券法の委任状勧誘規制以外の場面でも適切であるとみなしてきた。

いくつかの控訴裁判所は、合併を実現するための公開会社の努力は、取引の価格と構造について合意がなされるまで、本基準の下で法の問題として重要ではないと判断してきた。……M 社と N 社は、取引の価格と構造につき、クラス構成員が売却した期間の翌日である 1976 年 1 月 24 日まで合意していない²²⁾。」

大筋合意基準の根拠 1 は弱い。この根拠は、投資家は愚かであり、たとえ説明な

されていたとしても、合併がクロージングまでリスクのある提案であることについて理解できない存在であることを前提としているが、ほとんど全ての企業活動にはリスクがつきものである。そうすると、この根拠には、新工場、新製品、新経営者、その他企業活動におけるあらゆる変化につき、投資家に伝えるべきではないということが含意されることになる。しかし、こうした成功することも、失敗することもある事象は、まさに洗練された投資家が最も重要な判断をするためのニュースである。仮に合併交渉が合併の完了と同義であると捉える洗練されていない投資家もいるかもしれないが、そうした投資家は日々の買収合戦のニュースをフォローしないだろう。リスク情報の開示は許容されているだけでなく、推奨されているものである。合併の可能性を示す声明は不完全なものとなる可能性が高いことは否定できない。しかし、情報の中にはないよりはるほうがよいものがある。必要な不記載があることを認識している投資家はリスクに対処することができる。また、友好的買収者を探すために投資銀行と契約をするといった事実の開示は、調査がうまくいかなかったからといって訴訟を招くものではない²³⁾。

時期尚早な情報開示が合併交渉に与える影響はより重大なものである。投資家は金銭的なリターンを求めるのであり、情報開示それ自体を求めるわけではない。発明に関する情報や *Texas Gulf Sulphur* 判決で問題となった鉱床の調査情報は秘匿しなければ、それらの情報の価値がなくなってしまう。合併交渉にも同様の問題があり、合併交渉が開示されることで買収合戦が生じることをおそれるために、秘密裏に交渉を進めることを望む買収提案者がいる。早期に開示される世界では、遅く開示される世界よりも、買収額は低くなる可能性があり、ニューヨーク証券取引所等は、上場会社は最終的な合意に至るまで開示を延期することを勧めている。したがって、交渉中の取引の価格と構造に関する合意を開示しないことは、ほとんどの投資家にとって、ほとんどの場合において有益である。仮に情報開示がより早い時期に行われなければならないとすれば、いつ行われるべきか議論の余地があり、会社がいかに早く開示しようとも、投資家の中にはもっと早く開示すべきだったと主張するものがあるかもしれない。明確ではない基準は持続可能性がなく、開示時期は用意に把握できるものでなければならない。当裁判所は、大筋合意基準の根拠2およ

22) *Flamm*, 814 F.2d at 1174.

23) *Id.* at 1175-1176.

び根拠 3 を支持し、大筋合意基準には疑問の余地がないわけではないことを認めつつも、他の基準よりも優れていると結論づける²⁴⁾。

ウ．解説

Flamm 判決は、*TSC Industries* 判決で示された重要性の一般的な判断枠組みに依拠しつつも、大筋合意基準を採った点、また、*Greenfield* 判決で挙げられた大筋合意基準の根拠 1 は説得力がないとしつつも、根拠 2 および 3 を支持し、補強した点に特徴がある。大筋合意基準の根拠 1 (暫定的な情報の開示によりかえって投資家に誤解を招く) については、合併交渉に関する情報だけが不確実なわけではなく、投資家が日々の投資判断において前提としている情報のほとんどが不確実ものであること、リスク情報の開示は有益であることを指摘する。大筋合意基準の根拠 2 (合併交渉段階における情報秘匿の重要性) や根拠 3 (適用の容易さ) については、投資家は情報開示それ自体を望んでいるわけではなく、金銭的リターンを求めており、情報開示はその手段に過ぎないこと、情報を秘匿する方が投資家の金銭的リターンの増加が期待できる場合があること、明確に線引きされた基準でなければ会社は開示時期の判断が難しいことを指摘する。

(3) 第 6 巡回区控訴裁判所の立場

第 3 巡回区控訴裁判所は、*Basic* 判決の原審事件である、*Levinson v. Basic Inc.*²⁵⁾ (以下、「*Basic* 原審判決」という) において、積極的否定基準を示した。

① 事案の概要

1965 年、C 社 (アルミナ耐火材製造会社) は B 社 (化学耐火材製造会社) との合併の可能性を検討したものの、反トラスト法上の懸念から保留していた。1976 年に、Federal Trade Commission (FTC) が、両社が合併する上での反トラスト法上の障害を撤廃したため、同年 10 月 25 日付の C 社の戦略計画には B 社の買収が記載され、同年 9 月以降、1978 年 12 月に合意に至るまで、B 社と C 社は合併に向けて多くの協議や電話会議を行った。

この間、B 社は複数回にわたって合併交渉等を否定していた。1977 年 10 月 21 日

24) *Id.* at 1176-1178.

25) *Levinson v. Basic Inc.*, 786 F.2d 741 (6th Cir. 1986).

に公表されたB社のプレスリリースでは、同社の株価変動の理由について知らず、また他社と合併交渉は行われていないとしていた。1978年7月14日、ニューヨーク証券取引所の要請を受け、B社は未公表のM&A計画やその他重要な会社の進展について否定した。同年9月25日にも、ニューヨーク証券取引所の要請を受け、B社は7月14日と同様に未公表のM&A計画等を否定するとともに、同社経営陣は、同社株式の異常な取引や価格変動につながる現在または進行中の会社の進展を把握していないとした。同年11月6日にも、株主に対し「9か月間中間報告書」を公表し、9月25日の声明と同様の記載を行った。同年12月、B社・C社で買収価格も含め合意に至り、12月18日、B社はニューヨーク証券取引所に対し同社株式の取引の停止を求めるとともに、他社との合併につき合意に達した旨を交渉した。

B社株主であった原告は、1977年10月21日声明後、1978年12月の取引停止前に、B社株式を売却した者であり、B社およびその取締役らに対し、B社の声明は虚偽または誤導的なものであり、1934年証券取引所法10条b項およびSEC規則Rule 10b-5に違反し、同社の表現により人為的に下げられた価格で株式を売却したとして、損害賠償を求めるクラスアクションを提起した。一方、被告らはサマリージャッジメントの申立てを行った。

オハイオ北部地区連邦地方裁判所は、クラス認証をしたが、B社の声明は法の問題として重要なものではないとして被告らのサマリージャッジメントの申立てを認めた。これに対し、原告が控訴した。第6巡回区控訴裁判所は、次のように判示し、合併交渉は法の問題として重要なものではないとした地方裁判所の見解を否定し、サマリージャッジメントの付与を破棄・差し戻した。

② 判旨

「*TSC Industries* 判決で定義されたように、合理的な投資家が省略された事実について利用可能な情報の総体を大きく変化させるものであるとみなす相当程度の可能性がある場合には、当該省略事実は重要なものである。株式が市場で取引されている会社が、B社が行ったように、交渉は進んでいないであるとか、株価が上昇する理由について把握していないであるとか、経営者は異常なほどの激しい取引活動をもたらすような現在または進行中の企業の進展について認知していないであるという声明を発した場合には、進行中の買収交渉に関する情報は、その存在を否定す

る声明によって重要なものとなる。合理的な投資家は、B社により異常な株式の取引活動を生じさせる企業の進展を知らないと知らされた以上、疑いなく、買収が検討されているという事実の開示は、入手可能な情報の総体を大きく変化させると考えたはずである²⁶⁾。」

③ 解説

Basic 原審判決は、合併交渉の不開示が問題となった事案において、重要性の一般的な定義として *TSC Industries* 判決に依拠しつつも、会社・経営者が特定の事象（合併交渉）が存在するにもかかわらず、それを否定する声明を公表した場合には、そうした会社・経営者の積極的に否定する行為により、当該事象は重要性を有するという立場（積極的否定基準）を示した。

2. 委任状勧誘規制における重要性の判断枠組みについての判例状況

既述の通り、*Basic* 判決で示された判断枠組みの一部は *TSC Industries* 判決で示された判断枠組みに依拠するものである。そこで、米国における委任状勧誘規制をごく簡単に確認した上で、*TSC Industries* 判決前の判例状況と *TSC Industries* 判決につき、それらで示された判断枠組がいかなる事案に対処するために示されたものであり、またそれらがいかなる根拠に基づくものであるのか整理する。

(1) 米国における委任状勧誘規制

1934年証券取引所法14条a項は、委任状勧誘に関してSECに規則制定権限を与え、これを受けてSECは委任状勧誘に関するいくつかの規則を定めている。例えば、Rule14a-3は、委任状勧誘を行う者は、被勧誘者に対し、事前または同時に、公に登録された委任状説明書(proxy statement)を提供しなければならないことを定め、Rule14a-9は、委任状説明書、委任状書面、株主総会招集通知その他書面・口頭を問わずいかなる通信手段による勧誘において、それが作成された時点および状況に照らして、重要な事実について虚偽記載または誤解を招くような不記載を禁止する。

26) *Id.* at 747-748.

(2) *TSC Industries* 判決以前の判例状況

Rule14a-9 違反における重要性につき、連邦最高裁判所が初めて言及したのは、1970 年の *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*²⁷⁾ (以下、「*Mills* 判決」という) のようである²⁸⁾。もっとも、*Mills* 判決の説示の理解をめぐっては、*TSC Industries* 判決に至るまで、巡回区控訴裁判所ごとで立場が異なっていた。

① *Mills* 判決

ア. 事案の概要

E 社株主であった原告は、E 社と M 社の合併を承認する株主総会に先立ち、E 社、M 社、および A 社に対し、委任状説明書が誤解を招くものであるとして、株主総会決議の差止めを求める訴えを提起したが、暫定的な差止めを求めていなかったため、予定通り決議が行われた。その後、原告は、本件合併の無効等を求める修正訴状を提出した。原告は、合併前に M 社が E 社の発行済株式総数の過半数を保有し、2 年間にわたり E 社の支配株主であり、A 社は M 社の発行済株式総数の 3 分の 1 を保有し、M 社を通じて E 社を支配している状況でありながら、E 社の委任状説明書においては、E 社取締役会は M 社との合併の承認を推奨する一方で、E 社取締役全員が M 社の推薦を受けた者であり、M 社の支配下にあることを記載していなかった、この点において、E 社の委任状説明書は 1934 年証券取引所法 14 条 a 項および Rule14a-9 に違反して誤解を招くものであると主張した。

イリノイ北部地区連邦地方裁判所は、本件瑕疵は、声明が作成された状況に照らし、法の問題として重要な不記載であると判断した。その上で、いかなる救済が適切であるかを判断するために、1934 年証券取引所法 14 条 a 項違反と原告の主張する損害の間に因果関係について審理 (hearing) をする必要があると結論付け、審理の結果、合併の承認を得るには相当数の E 社の少数株主の承認を得なければならなかったこと、本件株主総会では発行済株式 116 万株のうち約 95 万株が合併に賛成したこと、そのうち委任状勧誘によるものが 31 万 70000 票であり、合併の承認に必要な不可欠な票であったことが認められた。同連邦地方裁判所は、これにより因果関係が立証されたと結論付け、民事責任については原告に有利な仮の判断を下した。こ

27) *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375 (1970).

28) *Gerstle v. Gambler-Skogmo, Inc.*, 478 F.2d 1281, 1301 (2d Cir. 1973).

れに対し、被告らが控訴した。

第7巡回区控訴裁判所は、委任状説明書に重要な不記載があるという地方裁判所の判断を支持しつつ、因果関係については否定した。また、株主総会前に差止めが求められていれば、救済手段としては適切だが、本訴は予防措置としては遅すぎるものであり、民事責任を判断する前提として、虚偽記載または誤解を招く不記載によって十分な委任状の提出がなされたか判断しなければならず、被告が、証拠の優越により、委任状説明書が誤解を招くものでなかったとしても、十分な賛成票を得たことを立証できれば、原告は何ら救済を受ける権利がないとした。

連邦最高裁判所は、下記の通り判示し、原判決を破棄・差し戻した。

イ. 判旨

(i)「当裁判所が扱う問題は、1934年証券取引所法違反に基づく訴因を立証するために、重要な虚偽記載または不記載のある委任状説明書と合併の間にいかなる因果関係があることを示されなければならないかということである²⁹⁾。」

(ii)「本事件で認められたように、委任状説明書における虚偽記載または不記載が重要であると認められた場合、明らかに、合理的な株主が議決権行使の判断過程において当該瑕疵を重要だと考えたかもしれない(might)という結論がその認定自体に含まれている³⁰⁾。瑕疵が議決権行使過程に影響を及ぼす重要な傾向がある(significant propensity)という要件は、Rule14a-9の明示的な文言に見られるものである。また、この要件は、瑕疵の是正や責任を課することが1934年証券取引所法14条a項により保護される利益を促進しないほど、瑕疵が些末である場合や承認が求められている取引とは無関係である場合には、訴因が立証されないということを確保するという

29) *Mills*, 396 U.S. at 377.

30) 【筆者注】判決原文はこの文に付された脚注6で *General Time Corporation v. Talley Industries, Inc.*, 403 F.2d 159 (2d Cir. 1968) (以下、「*Talley Industries* 判決」という)や *Restatement (First) of Torts* § 538 (2) (a) を参照する。*Talley Industries* 判決は、「重要性の基準は、虚偽記載または不記載により、株主が勧誘者に委任状を与えたり、他方への付与を差し控えたりした可能性があり、それがなければ逆の行動を採った相当程度の可能性(substantial likelihood)があるか否かである」(403 F.2d at 162)と判示しており、初期の判例において「相当程度の可能性(substantial likelihood)」という文言を用いている点は興味深い。*Talley Industries* 判決は同文言を用いた *TSC Industries* 判決でも引用されている(*TSC Industries*, 426 U.S. at 446)。

目的に十分かなったものである³¹⁾。」

ウ．解説

判旨 (i) は、*Mills* 判決で扱われている問題は、重要性の問題ではなく、因果関係の問題であることを明示する。判旨 (ii) は、重要性について言及しているが、判旨 (i) を踏まえれば傍論にすぎないこと、第1文で「本事件で認められたように」とある通り、重要性について具体的な判断をしたわけではなく、本事件の地方裁判所における重要性の認定を前提とした説示であることに留意する必要がある。その上で、判旨 (ii) の第1文では、重要性の認定には、合理的な投資家が重要だと考えたかもしれない (might) ということを含意するものであること、第2文では、Rule14a-9の文言から、虚偽記載または不記載が議決権行使過程に影響を及ぼす重要な傾向があるという要件を導出できることが述べられている。後述する判例では³²⁾、判旨 (ii) の第1文と第2文の理解、具体的には *Mills* 判決は、重要性の判断にあたり、「かもしれない (might)」を基準とするもの（以下、「might 基準」という）と理解するのかが争われた。

② 第2巡回区控訴裁判所・第5巡回区控訴裁判所の立場

第2巡回区控訴裁判所は、*Gerstle v. Gambler-Skogmo, Inc.*³³⁾（以下、「*Gerstle* 判決」という）において、*Mills* 判決は重要性の定義や判断枠組みを確立することを意図したものではなく、そこで示された might 基準は低すぎる閾値を設定するものであるとする³⁴⁾。その上で、「might と would の違いは些細なものに思われるかもしれないが、might は、いかに可能性が低くとも、単なる可能性 (possibility) を示唆しすぎている。被告に課され得る重大な損害賠償責任を考慮すれば、単なる可能性ではなく蓋然性 (probability) に傾いた基準がより適切である³⁵⁾」として、*Texas Gulf Sulphur* 判決等³⁶⁾で示された、合理的な者であれば、行為決定に当たり、不実開示

31) *Id.* at 384.

32) Ⅲ. 2. (2) ② (18 頁), ③ (19 頁), (3) (22 頁)。

33) *Gerstle v. Gambler-Skogmo, Inc.*, 478 F.2d 1281 (2d Cir. 1973).

34) *Id.* at 1301-1302.

35) *Id.* at 1302.

36) *Gerstle* 判決は、*Texas Gulf Sulphur* 判決のほか、*Talley Industries* 判決、Restatement (First) of Torts § 538 (2) (a) を引用する。

されたまたは省略された事実を重要視するであろうか (would) 否かを基準とすべきであるとする。

また、第5巡回区控訴裁判所も、*Smallwood v. Pearl Brewing Co.*³⁷⁾ (以下、「*Smallwood* 判決」という) において、*Gerstle* 判決を参照しながら、「最高裁判所が従来の基準をより緩やかな基準に置き換えることを意図していたとは思われない。最高裁判所が、重要性の基準を、合理的な投資家に影響を与える単なる可能性、すなわち『かもしれない』という言葉で黙示される基準まで緩和しようとした根拠はない。むしろ、*Mills* 判決では、重要性の基準は、議決権行使過程に影響を与える重要な傾向が必要だということが強調されている。また、最高裁が『かもしれない』という言葉について慎重に検討したようには思われない。*Mills* 判決では、重要性の問題は提起されておらず、Harian 判事〔筆者注：*Mills* 判決の裁判官〕は重要性の判断基準を模索していない。……むしろ、Harian 判事は、誰もが合意する最低限のこととして、瑕疵が重要であったという地方裁判所の結論において具体化されたということを述べていたのである。その根拠に Harian 判事はリステイトメントの基準を引用していた³⁸⁾」として、控訴人の *Mills* 判決に依拠した might 基準の適用の主張を斥ける。

③ 第7巡回区控訴裁判所の立場

これに対し、第7巡回区控訴裁判所は、*TSC Industries* 判決の原審事件である、*Northway, Inc. v. TSC Industries, Inc.*³⁹⁾ (以下、「*TSC Industries* 原審判決」という) において、*Mills* 判決は重要性の判断枠組みを示したものであると解した。

ア. 事案の概要

T 社の少数株主は、T 社および N 社の委任状勧誘書面において、S が有する T 社持分の N 社に対する移転 (N 社は S から T 社株式の 34% の譲渡を受けた) について説明しておらず、1934 年証券取引法 14 条 a 項および Rule 14a-3 に違反する、また、N 社の T に対する支配の程度や T 社株主に対し提案された条項の望ましさに関する重要な事実が省略されており、Rule 14a-9 に違反すると主張し、株主総会開催前はその差止めを、開催後は損害賠償等を求める訴えを提起した。原告は T 社お

37) *Smallwood v. Pearl Brewing Co.*, 489 F.2d 579 (5th Cir. 1974).

38) *Id.* at 604.

39) *Northway, Inc. v. TSC Industries, Inc.*, 512 F.2d 324 (7th Cir. 1975).

よびN社の損害賠償責任につきサマリージャッジメントを申し立てたが、イリノイ東部地区連邦地方裁判所は認めなかった。第7巡回区控訴裁判所は、N社によるSのT社持分の取得により支配権の変動が生じるか否かは事実に関する問題であり、Rule14a-3に関する主張につきサマリージャッジメントは不適切であるとして地方裁判所の判断を支持した一方で、特定の事実の不記載は法の問題であるとして、下記の通り判示し、サマリージャッジメントを認めなかった地方裁判所の判決を破棄した。

イ. 判旨

原告はRule14a-9に基づく申立てにつきサマリージャッジメントを求めるが、そのためには、「原告は省略された事項の1つ以上が法の問題として重要であることを示すのに十分な議論の余地のない事実を立証しなければならない。そのためには、合理的な判断において重要性の問題が異ならないことを示さなければならない。

連邦最高裁判所は *Mills* 判決において Rule14a-9 に基づく訴因の要素について言及した。*Mills* 判決は、重要性が立証され、委任状説明書それ自体が取引と必要不可欠な繋がりがあることが示されれば、具体的な因果関係の立証は不要であるとした。このように、連邦最高裁判所は、重要性の概念それ自体が、潜在的に原因となる効果の観点から定義されることを認識していた。

Mills 判決以降、同判決の文言が省略された情報の重要性の判断にあたり適用される適切な基準であるかについて不確実なところがある。省略された情報が『議決権行使の判断過程にある合理的な株主が重要だと考えたかもしれない』ことを求める基準と、省略された情報が『議決権行使過程に影響を与える重要な傾向がある』ことを求める基準（筆者注：以下、「significant propensity 基準」という）では、異なる結果となり得る。サマリージャッジメントの申立てにおいて、might 基準は、合理的な判断において、省略された情報が明らかに無関係であり、それにより合理的に重要だと考えられることがないだろうと結論づけることができるか否かを問うものである。他方で、significant propensity 基準は、合理的な判断において、事実が議決権行使過程に影響を与える可能性において重要ではないと結論づけることができるか否かを問うものである。might 基準に関連する多くの事実は、一部の株主にとってこれらの同一の事実が決定的となり得るにもかかわらず、全体として見れば議決権行使過程に影響を与える重要な傾向には至らないと合理的に結論づけること

ができるであろう。

当裁判所は、1934年証券取引所法14条a項およびRule149の基礎にある方針は、合理的な株主が重要だと考えるかもしれない全ての事実を含む基準により、最もよく達成される。当裁判所は、*Gerstle* 判決が本問題を徹底的に検討し、こうした基準は『いかに可能性が低くとも、単なる可能性 (possibility) を示唆しすぎている』と批判した点に留意している。しかし、当裁判所は、合理的な株主に影響を与えるかもしれない事実を含めることを求めない基準は、こうした開示規定が意図する予防的効果を著しく損なうものであると考える。そうした基準による推測は、『合理的な株主』という文言により制限され、また、*Mills* 判決で Harlan 判事が言及した1934年証券取引所法14条a項の最優先の目的（筆者注：議決権行使対象について株主の理解の確保⁴⁰⁾）により制限される。本基準は些末で無関係の事実には及ばない。また、一部の者には関係するが、他の者には関係しない事実にも及ばない。

当裁判所は、当裁判所が採る基準が *Mills* 判決および *Ute* 判決⁴¹⁾における最高裁の理由付けにより支持されると確信している。これらの判例は、不開示に関連する Rule14a-9 および Rule10b-5 の下で民事責任を立証するにあたり、因果関係または実際の信頼の立証は不要であり、問題となっている事実が合理的株主により重要だと考えられたかもしれないことが示されれば因果関係は立証される旨判示した。因果関係は、重要性よりも緩やかな基準で立証されるとするのは、ほとんど意味がないだろう。実際、重要性の審査においては、省略された事実が議決権行使過程に影響を及ぼす可能性があることの認定が要せられるが、因果関係や信頼性の独立した証明の必要性を排除することによって、最高裁判所が避けようとしたのと同じ難しい立証を必要とする⁴²⁾。」

ウ．解説

TSC Industries 原審判決は、*Mills* 判決判旨 (ii) 第1文で示された might 基準と同第2文で示された significant propensity 基準を比較衡量し、前者を採ることを示すものである。その根拠として、might 基準の方が重要性が認められる情報が広範であること、1934年証券取引所法14条a項やその下のRuleの規制目的（議決権行

40) *Mills*, 396 U.S. at 381.

41) *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972).

42) *TSC Industries Inc.*, 512 F.2d at 329-32 (7th Cir. 1975).

使対象について株主の理解の確保)を十分に達成すること、重要性の立証は容易ではないことを挙げる。また、*Gerstle* 判決で示された might 基準に対する批判(単なる可能性にすぎない場合にも重要性が認められる)には、合理的な株主という文言や1934年証券取引所法14条a項等の規制目的に鑑みれば、might 基準の下でも些末で無関係の事実まで重要性が認められるわけではないと応答する。

(3) *TSC Industries* 判決

① 事案の概要

TSC Industries 判決の事案の概要は既述の通りであり⁴³⁾、株主総会における合併の承認決議に際して送付された委任状説明書に虚偽記載があるとして、Rule 14a-9違反に基づく損害賠償請求等がなされたものである。第7巡回区控訴裁判所は原告のサマリージャッジメントの申立てを認めたが、連邦最高裁判所は、第7巡回区控訴裁判所が用いた重要性の基準が他の巡回区控訴裁判所と異なるとして上告を認め、下記の通り判示し、サマリージャッジメントを認めた部分につき誤りがあるとして、破棄・差し戻した。

② 判旨

ア. *Mills* 判決の位置づけについて

「*Mills* 判決は、重要性につき『合理的な株主が議決権行使の判断過程において当該瑕疵を重要だと考えたかもしれない(might)』と判示した。もっとも、*Mills* 判決の文言を重要性の一般的な概念を示唆するものとして読むことができるとするならば、それは『瑕疵が議決権行使過程に影響を及ぼす重要な傾向がある要件』と言及していることにほかならない。なぜならば、この要件こそが、『瑕疵の是正や責任を課すことが1934年証券取引所法14条a項により保護される利益を促進しないほど、瑕疵が些末である場合や承認が求められている取引とは無関係である場合には、訴因が立証されない』と述べているからである。しかしながら、この文言も *Mills* 判決において省略の重要性を考慮することを明確に拒否したことを理解した上で読む必要がある。重要性についての言及は、委任状勧誘書面における省略の重要性の立

43) Ⅲ.2(2)③ア(19頁)参照。

証は、実際にその瑕疵が議決権行使の結果をもたらしたということを立証することで補われなければならないか否かという問題について検討するための予備的なものにすぎない。したがって、*Mills* 判決が Rule14a-9 の下で重要性の意味についてさらなる検討を妨げるものではなかったことは明らかである⁴⁴⁾。」

イ. 重要性の判断枠組みについて

「重要性の問題は、一般に合意されている通り、合理的な投資家にとって省略された事実または虚偽記載された事実の重要性に関する客観的なものである。重要性の一般的な基準は、ある事実がどの程度重要でなければならないか、換言すれば、当該事実が合理的な投資家の判断に影響を与えることがどの程度確かでなければならないかを明確にすることで、様々なバリエーションがある⁴⁵⁾。」

「Rule14a-9 下の重要性の基準を策定するにあたり、*Borak* 判決⁴⁶⁾および *Mills* 判決で認められた Rule の広範な救済目的が指針となる。それは、取引の実際の条件を判断する際に、司法手段によって取引が公正かつ十分であることを確保するだけでなく、株主が情報に基づく選択をすることができるようにするために会社経営者による開示を確保することである。抽象的な命題として、こうした訴訟において、提案された取引の完了後に裁判所に最も望まれる役割は、虚偽記載や不記載がなくとも、提案が株主により支持され、完了したか否か判断することであろう。しかし、*Mills* 判決において当裁判所が認めたように、そうしたことは確かさをもって決められるものではない。虚偽記載または省略された情報の重要性に対する疑いはありふれたものであろう。そして、Rule の予防的な目的や委任状説明書の内容が経営者の支配下にあるという事実特に照らせば、こうした疑いは法が保護の対象とした人々に有利になるよう解決することが適切である。

他方で、委任状勧誘規制において具体化された開示政策は無制限ではないことも理解している。情報の中には、開示にこだわるとかえって害になるような重要性の乏しい情報もある。Rule14a-9 違反に対する法的責任の可能性は実際には大きなものであり、重要性の基準が不必要に低いとするならば、会社やその経営者はあまり重要でない虚偽記載や省略に対し責任を問われるだけでなく、経営者がそうした責任

44) *TSC Industries*, 426 U.S. at 446-447.

45) *Id.* at 445.

46) *J.I. Case Co. v. Borak*, 377 U.S. 426 (1964).

に晒されることを恐れることにより、株主は些末な情報の雪崩に巻き込まれ、ひいては情報に基づく意思決定が阻害されるかもしれない。まさに、本事件において控訴裁判所が採用した重要な事実の定義により、こうしたリスクが存在する。might基準は、どれほど可能性が低くても、単なる可能性を示唆すぎるものであるという、Friendly 判事の見解（筆者注：Gerstle 判決）に同意する。

Rule14a-9の方針に最も合致すると思われる重要性の一般的な基準は次の通りである。それは、合理的な株主が議決権行使するにあたり省略された事実を重要なものとするであろう相当程度の可能性 (substantial likelihood) がある場合には、当該情報は重要であるというものである。この基準は、『瑕疵が議決権行使過程に影響を及ぼす重要な傾向がある要件』という *Mills* 判決における重要性に関する一般的な記述にも完全に合致する。省略された情報によって合理的な投資家が議決権行使を変更したであろうという相当程度の可能性の立証を求めるものではない。この基準が想定するのは、あらゆる状況下において、省略された事実が合理的な株主の検討において実際に重要であったであろうという相当程度の可能性についての立証である。換言すれば、省略された事実の開示によって合理的な投資家が利用可能な情報の総体 (total mix) を大きく変化させたものとみなされる可能性が相当程度なければならない。

重要性の問題は法の問題と事実の問題の混合する問題として特徴づけられ、ある一連の事実に対する法基準の適用を伴うものである。事案につきサマリージャッジメントが適切か否かを検討するにあたり、基礎となる客観的事実は、多くの場合争いのないものだが、最終的な重要性の判断における出発点に過ぎないということを留意しなければならない。最終的な重要性の判断においては、合理的な株主が与えられた事実から導き出す推論と、当該推論の当該株主にとっての重大さ (significance) について慎重な評価が求められ、これらの評価は事実認定者固有のものである。したがって、立証された省略が、合理的な判断では重要性の問題について異なるほど、投資家にとって明らかに重要である場合においてのみ、重要性の最終的な問題はサマリージャッジメントにより法の問題として適切に解決される⁴⁷⁾。」（強調筆者）。

47) *TSC Industries*, 426 U.S at 448-450.

③ 解説

TSC Industries 判決は委任状説明書における重要性の判断枠組みを示したものである。*TSC Industries* 判決は、*Mills* 判決につき重要性の判断枠組みを示すものではないとの理解に立つ。この点において *TSC Industries* 原審判決とは異なる理解に立つが、*Mills* 判決判旨 (i) や判旨 (ii) 第 1 文の文言（本事件で認められたように）からすれば、*TSC Industries* 判決の理解が適切であろう。

TSC Industries 判決で示された重要性の判断枠組みは、合理的な株主が議決権を行使するにあたり省略された事実を重要なものと考えらるであろう相当程度の可能性 (substantial likelihood) がある場合に重要性を認めるというものである。この判断枠組みを採る根拠として、委任状勧誘規制の目的（株主が情報に基づく選択をすることができるようにするために会社経営者による開示を確保する）、委任状説明書の内容が経営者の支配下にあること、経営者が法的責任に晒されることを恐れることにより、株主は些末な情報の雪崩に巻き込まれ、ひいては情報に基づく意思決定が阻害されるかもしれないことを挙げる。すなわち、*TSC Industries* 判決は情報開示の促進と適切な量の情報の開示の均衡を図ることを企図しており、*Gerstle* 判決と同様に、重要性の基準を低く設定する (might 基準を採る) ことで、企業が些末な情報まで開示し、かえって投資家の投資判断が阻害されることを危惧している。そのため、単に可能性がある (might) だけでは足りず、相当な可能性がある (substantial likelihood) ことを求めている。

それでは、どのような場合に合理的な株主が議決権行使するにあたり省略された事実を重要なものと考えらるであろう相当程度の可能性があったと言えるのだろうか。*TSC Industries* 判決はこの点についても答えており、省略された事実の開示によって合理的な投資家が入手可能な情報の総体が大きく変化したとみなされる可能性が相当程度あることを要求する。この点は、従来の判例では十分示されていなかった点であり、*TSC Industries* 判決が精緻化したものといえる。

また、重要性は法の問題と事実の問題の混合問題であることを確認した上で、重要性の判断は、原則として、合理的な株主が与えられた事実から導き出す推論と、当該推論の当該株主にとっての重要性について慎重な評価が求められ、事実認定者に委ねられた問題であるが、その評価が合理的な判断において異ならないことが明らかかなほど重要である場合には、法の問題として処理することができることが指摘

されている。

3. 整理

本節では *Basic* 判決以前の重要性の判断枠組みに関する判例の展開を追った。証券詐欺訴訟であれ、委任状勧誘規制であれ、重要性については、合理的な株主・投資家が議決権行使・投資の判断過程において重要だと思われるかもしれない (might) または思うであろう (would) 場合に認められるという抽象的な判断枠組みレベルでは共通している (*Texas Gulf Sulphur* 判決, *Flamm* 判決, *Mills* 判決, *Gerstle* 判決, *Smallwood* 判決, *TSC Industries* 判決)。これは、不法行為法における不実開示の重要性の定義を基にしているからである (*Texas Gulf Sulphur* 判決, *Mills* 判決)。

委任状勧誘規制においては、どの程度の可能性が要せられるのか、すなわち、単に可能性がありさえすればよいのか、それとも相当程度の可能性が求められるのか理解が分かれていた。単に可能性がありさえすればよいという立場は、重要性が認められる情報は広範となり、委任状勧誘規制の目的である株主への情報提供を十分に達成すること、また、重要性の立証は容易ではないことを根拠としていた (*TSC Industries* 原審判決)。他方、相当程度の可能性を求める立場は、単に可能性がありさえすればよいという立場はその拠り所とする *Mills* 判決の理解を誤っていること、また、会社・役員に課され得る民事責任の重さを根拠としていた (*Gerstle* 判決, *Smallwood* 判決)。 *TSC Industries* 判決は相当程度の可能性を求める立場を支持することで、巡回区控訴裁判所間の解釈の相違を解消したが、そこでは、委任状勧誘規制の目的である株主への情報提供の他に、重要性の基準を緩やかなものとすることで、責任追及をおそれる経営者が些末な情報まで開示し、かえって株主の情報に基づく意思決定が阻害されるということが考慮されていた。また、 *TSC Industries* 判決は、いかなる場合に合理的な株主が議決権行使するにあたり省略された事実を重要なものとするであろう相当程度の可能性があったと評価できるかにつき、当該情報開示により合理的な投資家が入手可能な情報の総体が大きく変化したとみなされる可能性が相当程度ある場合に認められるとした。加えて、重要性は法の問題と事実の問題の混合問題であることを確認した上で、重要性の判断は、原則として事実認定者に委ねられた問題だが、その評価が合理的な判断において異ならないことが明らかになほど重要である場合には、法の問題として処理することができることを確認した。

証券詐欺訴訟においては、事象や情報が偶発的または投機的なものである場合の（とりわけ、合併交渉の開示義務をめぐって）重要性の判断枠組みについて理解が分かれており、当該事象の規模と蓋然性を衡量して判断する基準（規模・蓋然性基準：Texas Gulf Sulphur 判決、Geon Industries 判決）、取引の価格と構造について大筋合意に達したか否かで判断する基準（大筋合意基準：Greenfield 判決、Flamm 判決）、当該事象・情報を積極的に否定したか否かで判断する基準（積極的否定基準：Basic 原審判決）が示されていた。規模・蓋然性基準や積極的否定基準については必ずしもその根拠は示されていないが、大筋合意基準には、暫定的な情報の開示によりかえって投資家に誤解を招くおそれがあること（根拠 1）、合併交渉段階において情報の秘匿は重要であること（根拠 2）、基準の適用が容易であること（根拠 3）が挙げられていた（Greenfield 判決、Flamm 判決）。

IV. Basic 判決

Basic 判決の事案の概要は既述の通りであり⁴⁸⁾、合併交渉の存在等を否定した会社の声明につき Rule 10b-5 違反に基づく損害賠償請求等がなされたものである。連邦最高裁判所は、合併交渉に適用される重要性の判断枠組みに関する控訴裁判所間の理解の相違を解消するため、上告を認め、下記の通り判示し、控訴裁判所の判決を破棄、差し戻した。

1. 判旨

(1) 重要性の判断枠組みについて

「当裁判所は明示的に証券法の下での重要性の基準を確立した。TSC Industries 判決は、委任状勧誘の場面において、『合理的な株主が議決権行使するにあたり省略された事実を重要なものとするであろう相当程度の可能性があるならば、当該情報は重要である』と結論づけた。会社の進展に関する特定の情報の重要性は疑わしいものであることを認めつつも、当裁判所は重要性の基準を低すぎるものに設定しないよう注意を払っている。すなわち、重要性の基準が不必要に低いとするならば、

48) Ⅲ.1 (3) ① (13 頁) 参照。

あまり重要でない虚偽記載或不記載に対し会社やその経営者が責任を負うだけでなく、経営者がそうした責任に晒されることをおそれることにより、株主は些末な情報の雪崩に巻き込まれ、それによって情報に基づく意思決定が阻害されるかもしれない。さらに、当裁判所は、重要性要件を満たすためには、省略された事実の開示によって合理的な投資家が利用可能な情報の総体を大きく変化させたものとみなされる可能性が相当程度なければならぬとした。当裁判所は、1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5においても *TSC Industries* 判決で示した重要性の基準を明示的に採用する⁴⁹⁾。」

「本重要性基準を合併交渉に適用することは自明ではない。会社の進展が対象会社の財産に与える影響が確実かつ明確である場合には、*TSC Industries* 判決の重要性の定義は直接に適用される。一方で、事象が偶発的または投機的なものである場合には、合理的な投資家が省略された情報をその時点において重要視したか否かを確認することは困難である。合併交渉は、予定されていた取引が実現しない可能性が常にある以上、後者のカテゴリーに入る⁵⁰⁾。」

「*TSC Industries* 判決以前から、第2巡回区控訴裁判所は、偶発的または投機的な情報または事象に関する重要性要件の役割を説明し、Rule10b-5の他の規定から独立した意味を与えていた。*Texas Gulf Sulphur* 判決において、こうした状況下では、重要性は『当該事象が発生する蓋然性と企業活動の全体に照らして予想される当該事象の規模の衡量に基づき判断される』と判示した。……その後の判決（筆者注：*Geon Industries* 判決）で、Friendly 判事は、*Texas Gulf Sulphur* 判決で示された規模・蓋然性基準を合併交渉においても適用した。重要性は事案ごとの具体的な事実に基づき判断されるとした上で、『買収の対象会社となる合併は、企業の一生のうちで最も重要な出来事、すなわち死であるから、こうした合併に関する内部情報は、それ以外の取引に関する場合よりも早期に重要性を有する』と述べている。当裁判所はこの分析に同意する。

合併交渉が具体的な事案において重要か否かは、事実関係次第である。一般に、事象が発生する可能性を評価するためには、事実認定者は会社の最高レベルにおける取引への関心を示す兆候に注目する必要がある。ここでは、そうした可能性のあ

49) *Basic*, 485 U.S. at 231-232.

50) *Id.* at 232.

る要因を分類しないが、こうした兆候の例として、取締役会決議、投資銀行への指示、本人・仲介者間の実際の交渉を挙げることができる。価格操作がなされたと主張される有価証券の発行者に対する取引の影響を評価するためには、事実認定者は両当事会社の規模や市場価値に対する潜在的なプレミアムといった事実を考慮する必要がある。合併交渉を重要なものとするにあたり、取引がクロージングに至らない特定の事象や要因がそれ自体である必要はない。

当裁判所がここで明確にしたように、重要性は、合理的な投資家が秘匿されたまたは虚偽記載された情報に対して置く重大さ次第である。当裁判所がここで支持する事実に特化した (fact-specific) 調査は、多くの裁判所が合併交渉の重要性の評価において採ってきたアプローチと一致する⁵¹⁾。」

(2) 大筋合意基準について

Basic 判決は、*Greenfield* 判決で示された大筋合意基準の正当化根拠はいずれも、大筋合意原則が引いた線が投資家の判断における情報の重要性を反映している根拠を説明するものではないとする。

大筋合意基準の根拠 1 (暫定的な情報の開示によりかえって投資家に誤解を招く) について、情報開示制度やバターンリスティックな見地からの正確な情報の秘匿を認めないことは、政策的な選択であり、また議会で通過したものであること、証券法の根本的な目的は *caveat emptor* (買主注意せよ) の原理を完全な情報開示に置き換えることであり、それにより証券業界における高い水準のビジネス倫理を達成することであること、そして、重要性要件の機能は、投資判断において検討するより大きな要素の総体の一部としてでさえ、合理的な投資家が重要だと思えないであろう必然的に有益性のない情報を除去することであることを指摘する⁵²⁾。

大筋合意基準の根拠 2 (合併交渉段階における情報秘匿の重要性) について、これは投資家が投資判断における重要性の評価とは無関係であり、情報秘匿の合理性は重要性の定義には不適切であるとする⁵³⁾。

大筋合意基準の根拠 3 (適用の容易性) について、会社経営者の安心にのみ向けら

51) *Id.* at 238-241.

52) *Id.* at 234.

53) *Id.* at 234-235.

れたもので、明確に線引きされた基準は、すべての状況に照らして判断を行うことを求める基準よりも従いやすいものであるとしつつも、適用の容易さのみをもって証券法の目的や議会の政策判断を無視することは正当化できず、重要性といった内在的に事実に特化した認定を常に決定するものとして単一の事実または事象を指定するアプローチは、必然的にその包含対象が過大ないし過小なものとなると評価する⁵⁴⁾。

(3) 積極的否定基準について

Basic 判決は、*Basic* 原審判決で示された積極的否定基準について、この基準は、「Rule10b-5 請求において勝訴するためには、原告は声明が重要な事実に関して誤解を招くものであったことを立証しなければならないことを認識していない。不実記載された事実が重要でない場合には、声明が虚偽または不完全であるだけでは不十分である⁵⁵⁾」とする。

2. 解説

Basic 判決は証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みを示したものである。*Basic* 判決は、(1) 合理的な株主・投資家が問題となっている情報を議決権行使や投資の判断において重要だと考える、すなわち、利用可能な情報の総体を大きく変化すると考える相当程度の可能性がある場合に重要性を認めるという *TSC Industries* 判決で示された重要性の一般的な判断枠組みを採用し、(2) 事象や情報が偶発的または投機的なものである場合には、*Texas Gulf Sulphur* 判決で示された規模・蓋然性基準を採ることを示す。したがって、*Basic* 判決で示された重要性の判断枠組みの内容それ自体は、従来の判例で既に示されていたものであり、委任状勧誘規制における重要性の判断枠組みが証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みとして用いられることを明示した点、および不確実性を伴う事象や情報については規模・蓋然性基準を用いることを明示した点に意義がある。

本稿の関心からより興味深いのは、*Basic* 判決では、明確に線引きされた基準である大筋合意基準が認められなかった理由が明示されていることである。*Basic* 判

54) *Id.* at 236.

55) *Id.* at 237-238.

決は、*Greenfield* 判決で示された大筋合意基準の正当化根拠のいずれも否定し、引かれた線（ここでは、取引と価格の大筋合意に達する状況に至ること）が重要性和合致していることを説明できていないとする。大筋合意基準の根拠1については、証券法の目的は、買主注意せよの原理から脱却し、完全な情報開示を実現することであることを、また重要性の機能は、些末な情報を除去することを指摘し、パターンナリスティックな見地からの情報の秘匿を認めない。大筋合意基準を採った *Flamm* 判決でも、根拠1は否定されていたが、そこでは企業活動に関する情報に不確実性がつきものであることが指摘されており⁵⁶⁾、これに対し *Basic* 判決は証券法の目的や重要性の機能から検討している点に特徴がある。大筋合意基準の根拠2については、投資判断の重要性の評価とは無関係であること、大筋合意基準の根拠3については、確かに明確に線引きされた基準は適用が容易だが、そののみをもって証券法の目的等を見捨てることは正当化できないこと、また、明確に線引きされた基準は常に過小規制・過剰規制となることを指摘する。

Basic 原審判決で示された積極的否定基準については、当該基準は積極的開示義務の問題であることを指摘する。

V. *Basic* 判決後の判例の展開

Basic 判決は、従来の判例（とりわけ、*TSC Industries* 判決や *Texas Gulf Sulphur* 判決）を踏まえながら、証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みを確立したものであり、同判決で示された判断枠組み（客観的基準、情報の総体基準、規模・蓋然性基準）は、合併交渉事案以外の証券詐欺訴訟においても、現在まで用いられている。もっとも、製薬会社の情報開示における重要性をめぐるでは、*Basic* 判決後に第2巡回区控訴裁判所を中心に異なる判断枠組みの形成がなされた。その代表的なものが、*In re Carter-Wallace, Inc. Securities Litigation*⁵⁷⁾（以下、「*Carter-Wallace I* 判決⁵⁸⁾」という）で示された統計的有意性基準である（→1）。*Carter-Wallace I* 判決

56) Ⅲ.1(2)②イ(11頁)、ウ(13頁)参照。

57) *In re Carter-Wallace, Inc. Securities Litigation*, 150 F.3d 153 (2d Cir.1998).

58) 地方裁判所に差し戻された後の控訴審 (*In re Carter-Wallace, Inc. Securities Litigation*, 220 F.3d 36, 40 (2d Cir.2000) [*Carter-Wallace II* 判決]) でも本文で引用した *Carter-*

で示された統計的有意性基準は、第2巡回区控訴裁判所のほか第3巡回区控訴裁判所でも用いられた一方で⁵⁹⁾、第9巡回区控訴裁判所では用いられず、巡回区控訴裁判所ごとで判断が分かれていた。これを解消したのが、2011年に連邦最高裁判所が示した *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*⁶⁰⁾ (以下、「*Matrixx* 判決」という)である(→2)。以下、順に整理する。

1. *Carter-Wallace I* 判決

(1) 事案の概要

1993年7月、製薬会社であるC社は新たなてんかん治療薬である医薬品F (Food and Drug Administration [FDA] の承認済) の販売を開始した。1994年1月～7月にかけて、C社は、医学雑誌において、医薬品Fにつき安全性があり、生命を脅かす副作用はないとする広告を掲載していた。一方で、C社は、1994年7月までに、6件の死亡例と6件の再生不良性貧血を含む、少なくとも57件の有害事象についての報告を受け、これらを認識していた。また、同年7月に、C社は、他の行基や死亡例の報告とともに、4件の再生不良性貧血の追加報告を受けた。同年8月1日、C社はFDAと共同で、医薬品Fと再生不良性貧血の関連性を警告する文書を意思に送付し、直ちに医薬品Fを治療に用いないようにすることが勧められていた。この文書の開示を受け、C社の株価は約33%下落した。

(2) 判旨

「C社が、医薬品Fが統計的に有意な数の再生不良性貧血による死亡を引き起こしたという情報を得て、医薬品Fの商業上の実行可能性 (commercial viability) が脅かされていると信じる理由を有するまでは、C社の財務諸表は実質的に誤解を招くものではない。製薬会社は、医薬品の使用者が病気に罹患したという個別の報告につき、当該病気が医薬品の使用とランダムに関連するのではなく、その使用によって引き起こされる可能性があり、将来の収益に影響を与えるほど深刻かつ頻繁であ

Wallace I 判決の判示は維持されている。

59) *Oran v. Stafford*, 226 F.3d 275, 284 (3d Cir. 2000).

60) *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27 (2011).

るという統計的に有意な根拠となるまでは、それを開示する必要はない⁶¹⁾。」

2. Matrixx 判決

(1) 事案の概要

製薬会社 M 社では、主力製品である一般医薬品 Z (風邪薬) が売上約 7 割を占めていた。1999 年、社外の治療・研究財団に属する H 博士は、医薬品 Z と患者の嗅覚障害に関連性がある可能性を発見した後、その旨を M 社のお客サービスセンター (customer service line) に伝えた。2002 年 9 月、M 社の研究開発担当副社長 C は、社外の L 博士より、L の患者が医薬品 Z を服用後に嗅覚を失った旨の苦情を受けるとともに、医薬品 Z で用いられている成分と嗅覚障害を関連付ける先行研究に注目するよう指摘を受けた。2003 年 9 月までに、L 博士の同僚である J 博士は、医薬品 Z 服用後に嗅覚障害を負った 10 人の患者を注視した。L と J は、学会で “Z Induced Anosmia (Z が嗅覚障害を起こした)” と題するポスター発表を行うことを予定し、学会は正常な味覚・嗅覚を有する健康な 55 歳の男性が、Z 服用後に嗅覚障害を負ったことなどについて詳細に示す要旨を公表した。M 社は、J に対し、同社の社名・製品名の使用を許可していないとする警告文を発し、J は学会報告内で医薬品 Z について言及しないものとした。同年 11 月、M 社に対し Z により嗅覚障害を負ったとして、M 社を被告とする製造物責任訴訟が提起され、2004 年 2 月 6 日のクラス期間終了までに、計 9 名により計 4 件の訴訟が提起された。

その一方で、M 社は 2003 年 10 月から 2004 年 2 月 2 日にかけて次のような開示を行い、Z をめぐる問題について十分に開示していなかった。2003 年 10 月、Z はこれからの咳や風邪の季節に成長する体制にあること、M 社は非常に強い勢いがあり、収益が 50% 以上増加し、1 株あたりの利益は 25~30 セントの範囲になるという見通しを示した。2004 年 1 月、M 社は業績予想を上方修正し、収益が 80% 増加し、1 株あたりの利益は 33~38 セントの範囲になると予測した。2003 年 11 月に M 社が SEC に提出した四半期報告書では、Z は製造物責任訴訟から生じる重大な悪影響を及ぼすおそれにつき、製造物責任訴訟は同社の製品ブランドや信用に重大な影響を与える可能性があり、消費者の需要を低下させる可能性がある」と警告されていたが、

61) *Carter-Wallace I*, 150 F.3d at 157.

既に2名の原告による製造物責任訴訟が提起されたことについては触れていなかった。

2004年1月30日、Dow Jones Newswiresは、FDAが少なくとも3件の製造物責任訴訟を踏まえ、M社の医薬品Zが、利用者の一部の嗅覚を失わせた可能性についての訴えを調査していると報じた。これにより、M社の株価は1株あたり13.44ドルから11.97ドルに下落した。2月2日、M社は、医薬品ZはFDAのガイドラインに則り製造・販売されていること、医薬品Zの鼻腔内投与が嗅覚障害を引き起こすという主張は、完全に事実無根で、誤解を招くものであること、医薬品Zで用いられている成分の臨床試験では嗅覚機能の喪失や低下に関する報告はないことを示すプレスリリースを公表した(本件プレスリリース)。本件プレスリリース公表後、株価は1株あたり13.40ドルに戻った。同月6日、Good Morning America(米国全土で放映されている朝の情報番組)において、J博士の研究が扱われた。これにより、同日M社の株価は1株あたり9.94ドルまで下落したが、M社は本件プレスリリースの内容を繰り返した。

同月19日、M社はSECに臨時報告書を提出し、J博士の研究を受け、嗅覚障害に関する最新の情報を検討するために医師と科学者の2日間のミーティングを開催した旨、同検討会において、医薬品Zで用いられている成分が嗅覚に与える影響を判断するためには科学的根拠が不十分である旨を示した。

原告は、M社は、J博士の研究、顧客の苦情、複数の製造物責任訴訟を知りながら、それらを開示せず、またZの安全性や収益性についての開示を修正しなかった点において、1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に違反したとして、M社および3名の執行役員に対し、証券詐欺訴訟を提起した。被告は、重要性やサイエンターについての訴答が不十分であるとして、訴え却下の申立てを行った。アリゾナ地区連邦地方裁判所は、不記載の重要性につき、発行会社が製品等の安全性に関して統計的に有意な報告やデータを提示され、それらにより企業ブランドが危険に晒されているという合意がなされた場合に認められるとした他地区の裁判例⁶²⁾の判断枠組み(統計的有意性基準)に基づき、本事件ではZの服用と嗅覚障害の間に統計的に有意な相関関係があることは示されていない、したがって本件不記載は重

62) In re Bayer AG Securities Litigation, 2004 WL 2190357, at *4 (S.D.N.Y. Sep. 20, 2004).

要な不記載ではないとして⁶³⁾、被告の訴え却下の申立てを認めた。原告控訴。

原告の控訴を受け、第9巡回区控訴裁判所は、連邦地方裁判所の判決を破棄し、次のように判示した。連邦最高裁判所は、*TSC Industries* 判決および *Basic* 判決において、「重要性の判断は、合理的な株主が与えられた事実から導く推論と、当該株主にとっての推論の重要性について丁寧な評価が求められる」として、明確に線引きされた基準を採ることを否定することを示し、裁判所は事実に特化した調査を行うべきであり、重要性の判断は事実認定者に委ねられるべきであることを示している⁶⁴⁾。統計的有意性は事実の問題であり、法律の問題として判断することはできない。そこで、*Basic* 判決で求められた事実に特化した調査を行わなければならない。

これに対し、被告(M社)は、重要性の判断枠組みとして統計的有意性基準を用いるべきなどと主張して、上訴した。M社は、統計的有意性がない場合には、有害事象についての報告は、ある医薬品の施用者が、当該医薬品の使用中または使用後に有害事象を経験したという逸話的な(anecdotal)証拠にすぎないため、合理的な投資家は、統計的に有意でない限り、そうした報告を重要なものとは考えないと主張した。連邦最高裁判所は下記の通り判示し、M社の主張を斥けた。

(2) 判旨

① 重要性の判断枠組みと本事件での評価

「当裁判所は、*Basic* 判決において、省略された事実の開示が合理的な投資家に入手可能な情報の総体を大きく変化させたとみなされる相当程度の可能性がある場合に、重要性要件は満たされると判示した。経営者が株主を些末な情報の雪崩に埋めるおそれがあるため、当裁判所は重要性の基準を低く設定しすぎないように注意しなければならないとした⁶⁵⁾。」

「*Basic* 判決における情報の総体基準は、製薬会社が有害事象についての報告を全て開示しなければならないことを意味するものではない。有害事象についての報告は製薬会社では日常茶飯事であり、……ある医薬品の使用者が有害事象にあったという事実はそれだけで当該医薬品が当該事象を生じさせたことを意味するわけでは

63) *Siracusano v. Matrixx Initiatives, Inc.*, 2005 WL 3970117, at *6 (D. Ariz. Dec. 15, 2005).

64) *Siracusano v. Matrixx Initiatives, Inc.*, 585 F.3d 1167, 1178 (9th Cir. 2009).

65) *Matrixx*, 563 U.S. at 38.

ない。前述の通り（筆者注：後述②参照），有害事象についての報告の存在それ自体では，当該医薬品が有害事象を引き起こしたか否かについては何も語っておらず，本基準を満たさない。それに加えて何かが求められるが，それは統計的有意性に限られるものではなく，当該報告の情報源，内容，および背景から得られるものである。たとえ統計的に有意な根拠が報告されていなくても，こうした背景に基づく調査により，合理的な投資家が有害事象についての報告を重要なものとみなしたであろうことが明らかになる場合がある。

さらに，1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5は，あらゆる重要情報を開示させる積極的な義務を生じさせるものではないことは強調されるべきである。これらの規定に基づき開示が求められるのは，開示された状況に照らして，なされた声明につき誤解を招かないようにするために必要な場合である。……合理的な投資家が重要だと考えるかもしれない（might）情報についても，企業は市場に対する開示内容をコントロールすることで，これらの規定に基づき開示しなければならないものをコントロールすることができる。

Basic 判決における情報の総体基準を本事件に適用すると，被告人（筆者注：原告）は重要性を十分に訴答したと結論付けられる⁶⁶⁾。」

② 統計的有意性基準について

Basic 事件と同様に，統計的有意性基準は，「合理的な投資家の投資判断において重要だと考えられるであろう情報を人為的に排除するものである。M社の主張は統計的有意性が因果関係を示す唯一の信頼できる指標であるという前提に立つものだが，この前提は誤りである。……医療関係者や規制当局が統計的に有意ではない根拠に基づいて行動することがあることを踏まえれば，当然，投資家も同様に行動する。有害事象についての報告は，メーカーに対するユーザーによる直接的な苦情，患者についての医師による報告，医師が医学雑誌で公表したより詳細な症例報告，またはより大規模な臨床研究など，様々な形で行われる。そのため，有害事象についての報告の重要性の評価は，当該報告の情報源，内容，および背景を考慮する必要がある事実の特化した調査である。統計的有意性の有無が重要性の判断において

66) *Id.* at 43-45.

無関係であるというわけではなく、全ての事案を決定するものではない⁶⁷⁾」。

3. 解説

Matrixx 判決は、*TSC Industries* 判決・*Basic* 判決で示された重要性の判断枠組みを再確認した上で、*Basic* 判決後に一部の控訴裁判所で採られていた統計的有意性基準を否定したものである。重要性については、判断枠組みのみならず、その思想的な背景（とりわけ、些末な情報開示からの投資家の保護）が参照されていることは強調されるべきである。その上で、製薬会社における有害事象についての報告は、統計的有意性のみに着目するべきではなく、当該報告の情報源、内容、および背景について事実の特化した調査が求められるとする。*Matrixx* 判決が統計的有意性のみに着目すること否定するのは、まさに *Basic* 判決で示されたように、統計的有意性が投資家の重要性の判断枠組みと必ずしも合致するわけではない（すなわち、過剰規制・過小規制のおそれがある）からであり、合併交渉の不開示にあたり問題となった大筋合意基準の根拠（とりわけ根拠3）に対する批判がここでも妥当する⁶⁸⁾。

VI. むすび

本稿では、米国証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みの内容と形成過程を整理してきた。これまでの整理から、証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みに關しては以下の5つの点において理解の相違があり得ることが分かる。必要に応じてわが国の判例・学説の状況を参照しながら、重要性の判断枠組みにおける理解の対立点を抽出する。

第1に、誰を基準とし、いかなる場面を対象とするかについてである。本稿の検討対象とした判例では、合理的な株主・投資家を基準とし、議決権行使や投資の判断過程における重要性を判断するという客観的な判断枠組みとする理解で共通していた⁶⁹⁾。それは、証券詐欺訴訟や委任状勧誘規制における虚偽記載・不記載の重要

67) *Id.* at 39-43.

68) Ⅲ.1 (2) (8頁), Ⅳ.1 (2) (29頁) 参照。

69) *Texas Gulf Sulphur* 判決, *Flamm* 判決 (Ⅲ.1 [5頁] 参照), *Gerstle* 判決, *TSC Industries* 判決 (Ⅲ.2 [15頁] 参照), *Basic* 判決 (Ⅳ [27頁] 参照), *Matrixx* 判決 (Ⅴ.2 [33

性の判断枠組みが、不法行為法における虚偽記載・不記載の重要性の判断枠組みに基づくものだからである⁷⁰⁾。わが国の状況を確認すると、判例⁷¹⁾・学説⁷²⁾ともに、当該投資家を基準とする主観的な判断枠組みではなく、一般的な投資家を基準とする客観的な判断枠組みを採用することで一致している。客観的な判断枠組みを採りつつも、米国法では「合理的な」投資家を基準とするのに対し、わが国のほとんどの判例・学説では「一般的な」投資家を基準とする点に相違がある。この相違は単なる用語法レベルのものかもしれないが、米国法において合理的な投資家として想定されている投資家像がそれなりに高度なものであることを踏まえれば⁷³⁾、実質的にも異なる可能性があり、米国における合理的な投資家像とわが国における一般的な投資家像について理解を精緻なものとする必要がある。これに加えて、客観的な判断枠組みが形成された過程、すなわち不法行為法における虚偽記載・不記載の重要性の判断枠組みの形成過程やそれを証券詐欺訴訟が受容した過程を整理・検討する余地は一応残されているが⁷⁴⁾、具体的な判断枠組みとの関係ではそれほど有益な示唆が得られるようには思われないし、わが国とも理解を異にしているわけではないため、あまり実益はないだろう。

頁) 参照)。

70) *Texas Gulf Sulphur* 判決, Restatement (First) of Torts § 538 (2) (a) (Ⅲ.1. (1) [5 頁) 参照)。

71) 例えば、東京地判平成20年6月13日判時2013号27頁、東京地判平成26年12月25日(平成21(ワ)第30700号)、東京高判平成30年3月23日判時2401号32頁。

72) 谷川久「民事責任」ルイ・ロイス=矢沢惇監修『アメリカと日本の証券取引法・下』579頁、597頁(商事法務研究会, 1975)、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=柿崎榮治古稀記念『社団と証券の法理』339頁、343-344頁(商事法務研究会, 1999)、加藤雅朗編『有価証券報告書等虚偽記載の法律実務-粉飾決算・会計不正による損害賠償責任』69頁(日本加除出版, 2015)、山下友信=神田秀樹編『金融商品取引法概説〔第2版〕』196頁〔小出篤〕(有斐閣, 2017)、河内隆史編代『金融商品取引法の理論・実務・判例』80頁〔宮下央=小田智典〕(勁草書房, 2019)、松尾直彦『金融商品取引法〔第6版〕』209頁(商事法務, 2021)。これに対し、神崎克郎ほか『金融商品取引法』1198-1199頁(青林書院, 2012)は合理的な投資家を基準とする。

73) See, Barbara Black, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, 44 LOY. U. CHI. L. J. 1493 (2013).

74) 例えば、本稿の検討対象の判例以前に客観的な基準を採った先駆的な判例として、*Kardon v. National Gypsum Co.*, 73 F. Supp. 798, 800 (E.D. Pa. 1947), *Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F. Supp. 808, 829 (D. Del. 1951) がある。

第2に、合理的な株主・投資家の議決権行使・投資判断の過程にどの程度影響を与える可能性が求められるかについてである。本稿の検討対象とした判例では、単に可能性がありさえすればよいのか⁷⁵⁾、相当程度の可能性を求めるのか理解が分かれており⁷⁶⁾、*TSC Industries* 判決や *Basic* 判決は相当程度の可能性を求めている。一見すると、単なる可能性で足りるとする立場の方が、開示義務を認めたり、訴訟を通じた正確性の確保の対象となったりする情報を広く捉えることができる。それにもかかわらず、相当程度の可能性を求める立場が採られているのは、単なる可能性で足りるとすれば、責任追及等を危惧する会社は些末な情報まで開示するようになり、かえって株主・投資家の情報に基づく判断が阻害されかねないからである⁷⁷⁾。米国の重要性の判断枠組みは相当程度の可能性を求めることで、完全な情報開示の実現と些末な情報開示の抑制の均衡を図り、ひいては株主・投資家の情報に基づく議決権行使や投資における判断を確保しようとしている。近時のわが国の裁判例には有価証券報告書の虚偽記載等における「重要な事項」につき「投資者の判断が変わり得る」と判示するものがあり、これに対し、一部の論者は「重要な事項」のハードルを低く設定するもので、投資者に対する有益な開示の確保や情報開示の費用便益の調整が困難であると評している⁷⁸⁾。当該裁判例の説示が重要性を緩やかに審査することまで意図したものかは明らかではないが⁷⁹⁾、一部の論者の理解は米国証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組みにおける、単なる可能性で足りるとする立場と相当程度の可能性を求める立場の相違点を適切に踏まえたものであると評価できる。もっとも、これらの裁判例・論者以外には、どの程度影響を与える可能性が求

75) *TSC Industries* 原審判決(Ⅲ.2(2)③[19頁]参照)。

76) *Gerstle* 判決, *Smallwood* 判決, *TSC Industries* 判決(Ⅲ.2[15頁]参照), *Basic* 判決(Ⅳ[27頁]参照), *Matrixx* 判決(V.2[33頁]参照)。

77) *TSC Industries* 判決(Ⅲ.2(3)②イ[23頁]参照), *Basic* 判決(Ⅳ.1(1)[27頁]参照)

78) 前掲注2)参照。なお、東京地判令和4年・前掲注2)の説示は、平野龍一ほか編『注解特別刑法補巻(2)プリペイドカード法・証券取引法』67-68頁[土持敏裕=榊原一夫](青林書院、1996)に依拠したものと思われる。

79) 東京地判令和4年・前掲注2)は、「投資判断に影響を与える」、「投資判断が変わり得る」としており、可能性の程度の違いについて慎重に検討したようには思われぬ(*Mills* 判決に対する *Smallwood* 判決の評価[Ⅲ.2(2)②(18頁)]参照)。また、同事件で問題となった情報(役員報酬)の虚偽記載等については、単なる可能性ではなく、相当程度の可能性を求めても、重要性が認められたように思われる。

められるかについて表立った議論はなく、米国で約50年前に争いのあった点が、ようやくわが国でも議論の対象になったといえることができる。

第3に、何に対する影響を問題とし、またそれをいかに評価するかについてである。*TSC Industries* 判決・*Basic* 判決・*Matrixx* 判決では、議決権行使の判断や投資判断において株主・投資家が利用可能な情報の総体の変化が求められている。これに対し、わが国の判例・学説では、投資家の投資判断への影響と並んで、株価など市場価格への影響が指摘される⁸⁰⁾。米国では、市場価格への影響の取扱いは一様ではなく⁸¹⁾、複数の巡回区控訴裁判所では重要性の判断における考慮要素とされる一方⁸²⁾、第9巡回区控訴裁判所は重要性ではなく信頼の要件で判断する⁸³⁾。情報の総体の変化をいかに評価するか、また市場価格の影響をいかに位置づけるかについては、重要性の判断枠組みの具体的な運用状況や市場に対する詐欺理論に関する判例を踏まえた更なる検討が要せられる。

第4に、重要性の判断にあたり明確に線引きされた基準を採用することを認めるかに

80) 株価など市場価格への影響を指摘するものとして、岸田雅雄「不実の情報開示－商法266条の3IIを含む」森本滋ほか編『企業の健全性確保と取締役の責任』411頁、425-426頁（有斐閣，1997）、畠田・前掲注72）343-344頁、松尾・前掲注72）209頁。

81) *Basic* 判決は市場に対する詐欺理論（すなわち信頼の要件）の検討で株価への影響を言及する（*Basic*, 485 U.S. at 241-248）。*Amgen* 判決（*Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455 (2013)）は、*Basic* 判決を引用し、重要性は市場に対する詐欺理論の要件でもあり、市場に対する詐欺理論では、効率的な市場では、公開情報が市場価格に迅速に取り込まれ、市場価格を通じて投資家に伝達されるという理解を前提とするが、「定義上、重要でない情報は市場価格に影響を与えない以上、市場に対する詐欺理論が前提とするように、市場価格の完全性に依拠する投資家は間接的に依拠することはできない。したがって、重要な虚偽表示や不記載がない限り、市場に対する詐欺理論は適用できない」（568 U.S. at 466-467. 強調筆者）と判示する。*Basic* 判決等の重要性の判断枠組みを前提とすれば、*Amgen* 判決の判示強調部分は言い過ぎないように思われる。

82) *See*, *Shaw v. Digital Equipment Corp.*, 82 F.3d 1194, 1218 (1st Cir. 1996), *In re Merck & Co., Inc., Securities Litigation*, 432 F.3d 261, 269 (3rd Cir. 2005), *Rubinstein v. Collins*, 20 F.3d 160, 169 (5th Cir. 1994).

83) *See*, *In re Apple Computer Securities Litigation*, 886 F.2d 1109, 1116 (9th Cir. 1989), *Police Retirement System of St. Louis v. Intuitive Surgical, Inc.*, 759 F.3d 1051, 1060 (9th Cir. 2014), *Retail Wholesale & Department Store Union Loc. 338 Retirement Fund v. Hewlett-Packard Co.*, 845 F.3d 1268, 1277 (9th Cir. 2017).

についてである。明確に線引きされた基準には適用が容易であるという利点があるが⁸⁴⁾、*Basic* 判決や *Matrixx* 判決はこれを認めない。それは、引かれた線が重要性和必ずしも一致せず、過剰規制または過小規制になるからである⁸⁵⁾。わが国では、開示書類の虚偽記載・不記載やフェア・ディスクロージャーにおいては単に「重要な事項」（金商法 21 条の 2 等）・「重要情報」（金商法 27 条の 36）と定めるのみであるが、インサイダー取引規制においては、構成要件の明確化のために⁸⁶⁾、「重要事実」が個別具体的に列挙され（金商法 166 条 2 項 1 号～14 号）、軽微基準（有価証券規制府令 49 条～55 条の 6）に当たらないものとされている。学説では、開示書類の虚偽記載・不記載における「重要な事項」の解釈にあたりインサイダー取引規制における「重要事実」が参考となるとする見解がある一方で⁸⁷⁾、インサイダー取引規制における「重要事実」につき、立法論として決定事実と発生事実の区別をやめ、重要性の要件を満たす事実を重要事実とすべきであるとの見解がある⁸⁸⁾。本稿の検討対象とした判例の立場からすれば、わが国のインサイダー取引規制における「重要事実」や軽微基準として列挙されている事項が重要性和一致しているのか、慎重な検討が要せられよう。

第 5 に、重要性の判断は、法の問題か、事実の問題か、それともそのいずれにも関わる問題（混合問題）かについてである。*TSC Industries* 判決や *Basic* 判決では、重要性の問題は法の問題と事実の問題の混合問題であること、原則として、事実認定者による合理的な株主・投資家が問題となっている情報から導く推論と当該推論の当該株主・投資家にとっての重要性について慎重な評価が求められること、例外的に、合理的な判断においてその評価が異ならないことが明らかである場合においてのみ、法の問題として（すなわち、訴答段階で）処理することができることが示さ

84) *Greenfield* 判決、*Flamm* 判決（Ⅲ.1 (2) [8 頁] 参照）。

85) *Basic* 判決（Ⅳ.1 (2) [27 頁] 参照）、*Matrixx* 判決（Ⅴ.2 [33 頁] 参照）。

86) 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法 第 4 卷不正取引規制〔改訂新版〕』164-165 頁〔行澤一人〕（金融財政事情研究会、2022）。もっとも、開示書類における虚偽記載についても刑事罰が定められておりながら（金商法 197 条 1 項 1 号）、そこでは構成要件の明確化（重要事項や軽微基準の列挙）はなされておらず、一貫性はない。

87) 岸田・前掲注 80) 425-426 頁、城祐一郎「金融商品取引法違反事件の捜査について（その 4）」研修 767 号 78 頁（2012）。反対、畠田・前掲注 72) 343-344 頁。

88) 黒沼悦郎「インサイダー取引規制における重要事実の定義の問題点」旬刊商事 1687 号 40 頁、42 頁（2004）、黒沼悦郎『金融商品取引法〔第 2 版〕』442-443 頁（有斐閣、2021）。

れていた⁸⁹⁾。これは、事実審理と法律審理を区別する米国の訴訟制度固有の問題であり⁹⁰⁾、それらを一体的に審理するわが国の訴訟制度の下では問題とならない。

本稿は米国証券詐欺訴訟を対象に判例における重要性の判断枠組みとその形成過程を整理することで、重要性の判断枠組みの構築にあたっては上述した5つの点において理解の相違が生じ得ることを明らかにした。わが国では、これまで有価証券報告書等における虚偽記載等が問題となった事例のほとんどが財務情報に関するものであったからか、米国ほど重要性の判断枠組みについて精緻なものとなっているわけではない。しかしながら、重要性の判断枠組みは、開示義務の対象となる情報を画定するとともに、民事責任、課徴金、および刑事責任を通じて正確性の確保が図られる情報の範囲を画定する機能を有する点で、大きな役割を果たすものである。また、近時において、コーポレート・ガバナンスに関する情報など非財務情報の虚偽記載事例があること⁹¹⁾、非財務情報は多種多様であり財務情報ほど株主権行使や投資判断における重要性の評価が一律でないことを踏まえれば、わが国でも重要性の判断枠組みを精緻なものとする必要がある。本稿は、米国証券詐欺訴訟を対象に、判例における重要性の判断枠組みとその形成過程を整理し、重要性の判断枠組みの構築における考慮要素を抽出したのみであり、わが国における重要性要件の解釈論・立法論を提示するには程遠いが、本稿がそうした営みの基礎となることを願う。

89) *TSC Industries* 判決(Ⅲ.2(3)②イ[23頁]参照), *Basic* 判決(Ⅳ.1(2)[29頁]参照)。

90) Ⅱ(4頁)参照。

91) 東京地判令和4年3月3日・前掲注2)のほか、金融庁「日本フォームサービス(株)に係る有価証券報告書等の虚偽記載に対する課徴金納付命令の決定について」(2020年1月31日)(https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200131_3.html)参照。