

(要約)

有価証券の流通市場における不実表示に関する民事責任

小林 史治

本論文は、有価証券の流通市場における上場会社等の不実表示につき、金融商品取引法（以下「金商法」という。）上の民事責任規定（金商法 21 条の 2 等）が適用されない場合における不実表示の民事責任について検討するものである。

有価証券市場における不実表示に関する民事責任の問題点については、既に平成 18 年改正前証券取引法（以下「旧証取法」という。）の改正や裁判例によって解決された点も認められる。すなわち、法の欠缺（半期報告書等の不実表示については民事責任規定がなく、実体法を根拠付ける規定の不備）、損害賠償額の立証の困難性、不実表示の発見の困難性並びに集団訴訟制度及び弁護士の成功報酬性の欠如等が民事責任に関しての問題点として指摘されてきたが、旧証取法の改正（旧証取法・金商法 21 条の 2 の創設）や、最高裁による判断（西武鉄道事件（最判平成 23 年 9 月 13 日民集 65 卷 6 号 2511 頁）、ライブドア機関投資家事件（最判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 卷 5 号 1957 頁）及びアーバンコーポレイション事件（最判平成 24 年 12 月 21 日集民 242 号 91 頁））が示されたことによって、そのいくつかは解決が図られている。

それでも、金商法の民事責任規定は、法定開示書類に限って適用されるなど、一定の要件があるため、例えば、取引所規則に基づく適時開示に不実表示があった場合などには同法の適用はない。そのため、金商法の民事責任の適用がない場合、(1)不実表示に対して民事責任を負う理由、(2)救済の与えられる第三者の範囲、(3)原告が主張立証すべき要件といった点が解決されるべき問題として残されていると考えられる。

この点、我が国において、有価証券の不実表示に関する先行研究は多数存在する。しかし、その多くはアメリカ合衆国（以下「アメリカ」という。）の証券取引所法 10 条(b)項及び SEC 規則 10b-5（以下「Rule 10b-5」という。）を比較対象とする研究であるところ、これらの規定は詐欺的行為を禁止するものであって、不実表示が詐欺的なものであると評価されてはじめて適用されるものである。

そのため、過失責任も問題となる民法 709 条の解釈に際しては、(1)不実表示に対して民事責任を負う理由を明らかにするという点において、これらの規定から示唆を得るには自ずと限界があり、(2)救済の与えられる第三者の範囲についても、証券取引所法 10 条(b)項が「有価証券の売買に関連」するものと限定しているため、このような限定のない民法 709 条の救済の対象となる第三者の範囲について示唆を受けるために必ずしも十分ではない。さらに、(3)原告が主張立証すべき要件についても、Rule 10b-5 の詐欺としての性格から、民法 709 条の過失責任の要件論に対して必ずしも十分な手がかりを与えてくれるものではない。

以上の問題意識を前提に、本論文では、金商法の適用がない場合の不実表示の民事責任について検討するものである。

第1章では、まず本論文における検討課題と比較法の対象が設定される。

Rule 10b-5は詐欺的不実表示を問題とするため、過失責任も問題となる民法709条との比較考察としては必ずしも十分ではないと考えられる。

そこで、本章では、Rule 10b-5を考察する上でも重要となる英国のコモン・ロー(common law)における不法行為法(law of torts)について検討する理由について述べるとともに、英国とアメリカに加え、カナダについても対象とすることに言及する。

金商法の前身である旧証券法の母法はアメリカの連邦証券規制であるところ、証券取引所法10条(b)項やRule 10b-5は、コモン・ロー上の不法行為法の1つである詐欺(fraud)の影響を受けているとされている。他方、不法行為法には過失(negligence)もあるため、アメリカ連邦証券規制を検討する前提として、英国におけるコモン・ローの不法行為について検討する必要がある。

そこで、アメリカと英国を比較対象とすることが考えられるが、本論文では、両国に加えて、同じくコモン・ローをその法体系とする国の1つであるカナダも比較対象として検討するものである。カナダは、他のコモン・ロー諸国と同様、英国の影響を受けている一方、その地理的關係から、アメリカの証券法制を無視できない環境にあり、判例法や制定法はアメリカの影響も一定程度受けているといえる。証券市場をめぐる不実表示に関する民事責任につき、アメリカでは、故意責任であるRule 10b-5に基づく訴訟が多く提起され、他方で英国では、過失による不実表示の判例法が形成されてきたが、両国のみを比較対象とするより、カナダも対象に加えることによってより多角的な観点からの検討が可能と考えられる。

第2章では、英国におけるコモン・ロー上の不実表示について検討する。

コモン・ロー上の不実表示には、詐欺的不実表示(fraudulent misrepresentation)と過失による不実表示(negligent misrepresentation)がある。

英国における両者の要件は、判例法の発展により明らかにされている。詐欺的不実表示の要件は、(i)不実表示、(ii)不実表示に対する故意、(iii)不実表示に基づいて行動させる意図、(iv)不実表示に基づき行動したことによる損害と考えられ、過失による不実表示の要件は、不実表示を前提として、(i)法律上の注意義務の存在、(ii)注意義務違反、(iii)因果関係、(iv)損害とされている。そして、過失に関して、(i)注意義務の存在が認められるためには、(a)予見可能性、(b)近接性及び(c)責任を負わせることの公平性・公正性・合理性が要件として考えられている。

詐欺的不実表示に関しては、不実表示に対する故意を厳格に捉えた19世紀末の貴族院判決であるDerry v. Peek, (1889) 14 App Cas 337 (以下「Derry v. Peek 判決」という。)以降、目立った判例法の発展はなかったといえ、後述する2000年金融サービス市場法90A条もDerry v. Peek 判決をほぼ踏襲している。さらに、Peek v. Gurney, [1873] Law Rep. 6 H. L. 377 (以下「Peek v. Gurney 判決」という。)は、不実表示が問題となった目論見書につき、その不実表示の責任を負う相手は当初の株式引受人のみであり、流通市場で株式を取得した者ではないとし、不実表示の責任を負う相手方を限定的に解している。

他方、過失による不実表示に関しては、会計監査人の不実表示責任が問題となったCaparo Industries plc v. Dickman, [1990] 2 A.C. 605 (以下「Caparo 判決」という。)に

において、それまでの判例法の発展から、法律上の注意義務があるといえるためには、(a) 予見可能性、(b) 近接性及び(c) 責任を負わせることの公平性・公正性・合理性が必要であるとする結論を導いた。そして、(b) 近接性については厳格に解されており、会計監査人が作成する監査報告書の目的から、一般投資家との間に近接性は認められないとしている。

このように、英国の裁判例は、不実表示に関して、Caparo 判決に至るまで、詐欺・過失のいずれにおいても、責任を負う対象である相手方の範囲を限定的に捉えるなど、その成立要件は厳格に解されてきたものと考えられる。

第3章では、第2章で論じた英国におけるコモン・ローの発展を前提に、英国における制定法や Caparo 判決後の裁判例について検討する。

制定法としては、流通市場における不実表示に関する民事責任規定として、2000年金融サービス市場法 90A 条がある。しかし、その内容は Derry v. Peek 判決をほぼ踏襲するものであり、重過失による責任を認めていないため、故意の立証の問題が残されているといえる。

他方、コモン・ローに関する判例法の発展は、特に過失による不実表示に関してであったといえる。すなわち、注意義務が認められるための要件につき、(a) 予見可能性、(b) 近接性及び(c) 責任を負わせることの公平性・公正性・合理性を要求した Caparo 判決を前提としつつ、流通市場における過失による不実表示の民事責任が認められる余地について模索してきたといえる。

Caparo 判決では、会計監査人の責任に関し、監査報告書の目的から一般投資家との間の近接性は認められないとした。しかし、同判決後の裁判例では、(a) 不実表示を受けた者に影響を与える意図を有しており、(b) 不実表示を受けた者がその不実表示を合理的に信頼したという事実があれば、近接性ないし注意義務が認められる余地があることを示唆している。

そのため、過失による不実表示の要件として、前述の4要件の中の1つである(i) 注意義務の存在が認められるためには、(a) 予見可能性、(b) 近接性、(c) 公平性・公正性・合理性という3つの要素があり、さらに、近接性ないし注意義務が認められるというためには、(a) 信頼させる意図と、(b) 合理的に信頼したことが必要と考えられる。

このような過失による不実表示の民事責任に関する判例法の発展から、表示の真実性に対する認識は別として、詐欺的不実表示と過失による不実表示は次のように整理することができる。

前述の詐欺についての一般的要件にかんがみれば、表示が不実であることの認識の有無は別として、過失による不実表示においても、近接性ないし注意義務が認められるためには、(a) 信頼させる意図と(b) 合理的な信頼が必要とされている。そうすると、(i) 不実表示を前提として、詐欺も過失も、表示者には、(iii) 不実表示に基づいて行動させる意図ないし(a) 信頼させる意図が必要であり、他方、表示を受けた者が(iv) 不実表示に基づき行動することや(b) 合理的に信頼したことが、不実表示に共通するその本質的な要素といってよいと考えられる。

また、英国のコモン・ローは、不実表示の民事責任を考える上で、もう1つ別の視点を提供するものと考えられる。

詐欺責任や過失による不実表示の責任を限定的に解した *Peek v. Gurney* 判決や *Caparo* 判決では、不実表示のある開示書類等の目的によって、流通市場で有価証券を取得した者に対する責任を否定した。しかし、このことは逆に、開示書類等の種類によっては、広く投資家に対して情報提供を行うことを開示書類等の目的としているとして、注意義務を肯定する余地を与えるものである。そして、*Caparo* 判決以降の裁判例では、*Possfund Custodian Trustee Ltd v. Diamond*, [1996] 1 W.L.R. 1351 など、開示書類等の目的により救済を与える余地があると理解できる裁判例もある。

第4章では、アメリカにおける不実表示に関する民事責任につき、Rule 10b-5 を検討する前提として、まず、アメリカにおけるコモン・ロー上の過失による不実表示と詐欺的不実表示を考察する。

アメリカにおける過失による不実表示に関して、各州において採用されるコモン・ローに違いは認められるものの、注意義務が認められるための基準としては、原告と被告との間に当事者関係を求めるニューヨーク州最高裁の *Ultramares* 判決が長期間にわたって用いられてきた。そして、流通市場において有価証券を取得した者と、発行会社や役員、公認会計士などとの間に、*Ultramares* 判決がいうところの当事者関係を認めるのは困難が伴うため、有価証券の流通市場における不実表示につき、過失責任が適用される余地は狭いと考えられてきた。他方、コモン・ロー上の詐欺については、英国と比べて一部の要件はやや緩和されていると解釈しうる余地はあるものの、ほぼ英国と同様と考えられる。そして、不実表示に対する原告の信頼という要件が必要であるため、クラスアクションにおいては、クラス承認の段階で信頼の要件が問題とされてきた。

そのため、詐欺に類似する証券取引所法 10 条(b)項及び Rule 10b-5 に基づく訴訟が発展した。なぜなら、コモン・ロー上の詐欺や過失による不実表示と同様、Rule 10b-5 に基づく訴訟においても、原告の不実表示に対する信頼が要件とされるものではあるが、Rule 10b-5 に基づく訴訟においては、この信頼の要件につき、その推定を認める「市場に対する詐欺」理論が発展し、1988 年の *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988) (以下「*Basic* 判決」という。)において連邦最高裁が「市場に対する詐欺」理論を認め、最近の連邦最高裁判決である 2014 年の *Halliburton v. Erica P. John Fund*, 134 S. Ct. 2398 (2014) (以下「*Halliburton II* 判決」という。)においてもこの理論を維持している。

このような「市場に対する詐欺」理論の発展など、Rule 10b-5 を訴訟原因とする訴訟には、コモン・ロー上の詐欺と違う側面があるところ、このような違いは、証券取引所法 10 条(b)項の文言に依拠するものと考えられる。

コモン・ロー上の不実表示が他の当事者や第三者に対して誤解を生じさせるようなものであるとされるのに対し、Rule 10b-5 については、そのような不実表示も含みつつ、*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976) (以下「*Hochfelder* 判決」という。)や *Santa Fe Industries v. Green*, 430 U.S. 462 (1977) (以下「*Santa Fe* 判決」という。)が示す判断からは、不実表示が向けられる対象が市場ないし市場の価格形成機能をも含むと理解できるように思われる。そして、*Basic* 判決においては、人工的な相場操縦が市場の本当の機能を壊すのと同じように、重大な情報を隠すことは、真の価値の指標としての市場の作用を妨げるのものであるとし、*Halliburton II* 判決でも、不実表示が市場の価格へ向けられ

たものを含むことを認めている。

判例法の発展が **Hochfelder** 判決や **Santa Fe** 判決を前提に、**Basic** 判決や **Halliburton II** 判決へと発展したのであれば、不実表示が向けられる対象は、個々の投資家や集団としての投資家を含むのは当然のこと、市場やその価格形成機能も含むといえ、証券取引所法 10 条(b)項の文言に大きく依拠しているものと考えられる。

第 5 章では、カナダにおける不実表示に関する民事責任について検討する。

カナダの不実表示に関する民事責任も、大別して詐欺的不実表示と過失による不実表示とがあるところ、**Parna v. G. & S. Properties Ltd.**, [1971] S.C.R.306 や **Queen v. Cognos Inc.**, [1993] 1 S.C.R. 87 などから、それぞれの要件自体は、英国の詐欺的不実表示と過失による不実表示と大きく変わるところはないことが分かる。

そして、実際の不実表示に関する証券訴訟においては、主として過失による不実表示の注意義務と信頼の要件の 2 つが大きく争われてきた。

前者の注意義務については、英国では用いられなくなった **Anns v. Merton London Borough Council**, [1978] A.C. 728 の基準が採用されているため、アプローチに違いは認められる。しかし、カナダにおいても、英国の **Caparo** 判決と同様、不実表示がなされた開示書類の目的により、不実表示をした者の責任を否定する態度がとられてきた。ただ、カナダの判例法は、その発展において過失による不実表示の類型性を認め、一定の場合には注意義務があることを明らかにし、さらに、開示書類の性格から、救済されるべき相手方を広げている。

他方、後者の信頼の要件については、アメリカの **Rule 10b-5** を訴訟原因とする訴訟と違い、「市場に対する詐欺」理論の適用はないとし、現実の不実表示に対する信頼が必要であるとしてきた。しかし、信頼は法律上の問題ではなく、事実に関する問題であり、その立証方法については、全ての状況から推定され得るものであるとされており、緩和方向にあると考えることができる。

制定法としては、オンタリオ州その他いくつかの州で、流通市場における不実表示に関する民事責任につき、不実表示に対する信頼を不要とする証券法の法改正がなされており、このことがコモン・ロー上の不実表示の訴訟に一部影響を及ぼしている点も認められる。

第 6 章では、これまで検討してきた諸外国における判例法や制定法からの示唆を受け、日本における不実表示に関する民事責任の在り方について考察する。

まず、示唆を受けるべき日本法につき、不実表示が問題となった民法 709 条、会社法 429 条（平成 17 年改正前商法 266 条の 3）及び金商法の民事責任をめぐる裁判例を検討する。

第一に、民法 709 条に関して、大判明治 45 年 5 月 6 日民録 18 輯 454 頁では、公告の趣旨を、会社の資産についてなんら調査の権限がない一般公衆をして会社の資産状態を知らしめ、取引の決意を促すためのものであるとし、一般公衆の信頼が保護の対象になるとする。第二に、会社法 429 条に関して、例えば、横浜地判昭和 51 年 10 月 19 日判タ 357 号 310 頁では、昭和 56 年改正前商法 266 条の 3 第 1 項後段（現会社法 429 条 2 項）の趣旨を、会社の計算書類の虚偽記載の事実を知らずこれを真実と信じて取引した第三者が損害を蒙った場合、第三者の権利を保護するためのものであるとするなど、虚偽記載等に対

する信頼が問題となるものが多くある。ところが、第三に、一般不法行為の規定の特則である金商法 21 条の 2 に関して、ライブドア機関投資家事件の第一審判決（東京地判平成 20 年 6 月 13 日判時 2013 号 27 頁）は虚偽記載に対する信用等により損害賠償請求権の成否に関係しないとし、その控訴審（東京高判平成 21 年 12 月 16 日金判 1332 号 7 頁）では、そもそも虚偽記載に対する信用等について触れていない。そうすると、金商法 21 条の 2 では虚偽記載を信用したか否かは賠償請求の成否で問題とされないのに対し、民法 709 条や会社法 429 条では不実表示に対する信頼が問題とされていることが分かる。

他方、英国におけるコモン・ローでは、詐欺的不実表示も過失による不実表示についても、被告の当該表示に基づいて行動させる意図や信頼させる意図と、当該表示に対する原告の合理的な信頼が本質的要素と考えられる。次に、アメリカのコモン・ローにおいては、詐欺については英国と類似しているものと考えられ、また、過失による不実表示に関する考え方には幅があるものの、不実表示に対する原告の信頼が必要であることは共通して認められる。そして、制定法というべき Rule 10b-5 を訴訟原因とする訴訟においては、コモン・ロー上の詐欺の要件を修正しており、原告の合理的な信頼の要件を緩和する「市場に対する詐欺」理論が発展してきた。カナダにおいても、不実表示一般に対する原告の現実の信頼が必要であるとしながら、その立証方法については、事実上の問題として緩和方向にあり、制定法においては当該信頼の立証を不要としてコモン・ローを修正している。

このように見てくると、不実表示に対する比較法の対象とした各国の理解と我が国の理解には、共通点を見出すことができ、日本法の民事責任に関する解釈について、示唆を受ける基礎は十分認められると考えられる。すなわち、コモン・ローにせよ我が国の民法 709 条や会社法 429 条にせよ、不実表示による不法行為責任は、当該不実表示を信頼した第三者がその信頼に基づいて行動した結果として生じた損害につき、賠償する責任が認められている。その一方で、この不実表示に対する信頼に関しては、いずれの国でも証券市場のメカニズムを考慮して特別に制定された法律に基づき緩和されていることが認められている。

ディスクロージャーの本質が投資判断のために投資家に情報を提供するものであることからすれば、法体系が違うとはいえ、不実表示に関して、示唆を受ける基礎があるように思われる。そして、前述の共通点にかんがみれば、取引所規則に基づく開示の不実表示が問題となる民法 709 条については、コモン・ローにおける不実表示に関する判断がより参照されるべきであるものの、証券市場の有する経済的な特性に関して、英国やアメリカ、カナダと我が国との間において差がないと考えられるのであれば、証券取引所法 10 条(b)項や Rule 10b-5 のほか、他の国の制定法に基づく訴訟での経済的特性に関する判断も参考とすべきものと考えられる。

そして、各国のコモン・ロー上の詐欺と過失による不実表示には、当然のことながら相違が認められるものの、概ね、詐欺においても、過失による不実表示においても、情報の受領者が当該情報に基づき行動することや信頼することを意図、認識ないし予期するという行為者側の事情と、実際に当該情報を信頼して行動して損害を被るという受領者側の事情を基本的な要素としていると考えられる。このようなコモン・ローから示唆を受けるとすれば、本論文において明らかにしようとした点については、次のように整理することができる。

まず、(1)不実表示に対して民事責任を負う理由について、取引所規則に基づくような金商法に基づかない開示についても、金商法上の法定開示同様、投資家に対して投資判断を行うに当たって影響を与えることが予想される重要な会社情報を提供するものといえ、投資家に対してその情報が真実であると信頼させるものであり、当該情報に基づいて投資行動することが想定されているといえる。そのため、取引所規則に基づいた開示に不実表示があり、そのことにより損害を被った投資家がいるのであれば、民事責任を負うというべきである。

次に、(2)救済の与えられる第三者の範囲について、取引所規則に基づく開示は、その対象が投資家に向けられていると解されることからすれば、「投資家に対して」有価証券の投資判断に重要な影響を与える会社情報について虚偽の公表を行わないように配慮すべき注意義務を負っていると解すべきである。この点、例えば、金商法上の民事責任規定が問題となった東京地判平成 24 年 6 月 22 日金判 1397 号 30 頁が「...臨時報告書及び有価証券報告書には、少なくとも、提出会社の利害関係人が投融資を行い、又は権利を行使するに当たって、その判断に影響を与える重要な情報の記載が求められている」として、保護対象が投資家以外の利害関係人を含めるかのような表現を使っているが、取引所規則に基づく開示に関して、救済の与えられる第三者の範囲は投資家に限定されると解される。

最後に、(3)原告が主張立証すべき要件としては、(i)取引所規則に基づく開示を行うに当たり、虚偽の公表を行わないように配慮すべき注意義務に対する故意・過失による違反、(ii)投資判断に影響を及ぼす情報に関する不実表示、(iii)不実表示と損害との因果関係であるといえるが、(iii)不実表示と損害との因果関係については、原告の不実表示に対する信頼によって認められるのはもちろんのこと、証券市場における不実表示の場合、不実表示により市場価格への影響があったことと当該市場価格が不実表示のないことを前提に形成されたものであることへの信頼を主張立証することも許されると考えられる。

そして、第 7 章では、アメリカに限定しないコモン・ローから示唆を受け、有価証券の流通市場において不実表示をした者がその責任を負う理由、救済の与えられる第三者の範囲、および、原告が主張立証すべき要件について、以上のような検討の結論を要約した。