

【2004年度 リサーチペーパー】

目論見書規制に関する一考察

東京大学大学院法学政治学研究科修士課程
民刑事法専攻経済法務専修コース2年

芳谷 剛伸

目次

はじめに.....	1
第一章 序論.....	1
第一節 問題の所在.....	1
第一款 改正前証券取引法における目論見書規制.....	1
第二款 平成 16 年改正証券取引法における目論見書規制.....	3
第三款 改正法に対する評価.....	4
第二節 考察の範囲と順序.....	6
第一款 本稿の目的.....	6
第二款 考察の順序.....	7
第二章 米国における目論見書規制とその周辺議論.....	8
第一節 1933 年証券法における目論見書規制.....	8
第一款 1933 年証券法の沿革と規制の理念.....	8
第二款 目論見書と発行市場における取引規制の概観.....	9
第三款 Gustafson 判決.....	13
第四款 小括.....	15
第二節 虚偽表示等のある目論見書および口頭通信.....	17
第一款 証券法 11 条と 12 条 a 項 2 号の関係.....	17
第二款 12 条(a)項 2 号に関する判例.....	18
第三款 小括.....	21
第三節 ロードショウ.....	24
第一款 概観.....	24
第二款 ロードショウに対する SEC の対応と残された課題.....	25
第三款 小括.....	28
第四節 証券規制における開示制度の議論および変遷.....	30
第一款 連邦証券法典 (Federal Securities Code).....	30
第二款 SEC 規則改正案 (2004 年 11 月 3 日提案).....	32
第三款 小括.....	36
第三章 わが国への示唆.....	39
第一節 目論見書の意義.....	39
第二節 目論見書以外の資料に関する問題点.....	42
第三節 民事責任規定の適用.....	45
第四節 総括.....	50
おわりに.....	52

はじめに

本年 12 月改正証券取引法において、有価証券の募集等において、電磁的記録を含む目論見書以外の文書、図画、音声その他の資料（以下、「販売用資料」）を使用することが認められることとなった。従来、有価証券の募集等に関して、発行者等が投資者に対して交付できる書面は目論見書のみとされ、証券取得と同時にまたは事前に投資者に対して目論見書を交付することが義務付けられていたため、目論見書は有価証券の募集等に関する絶対的な情報源であるように考えられてきたように思える。しかし、口頭によって勧誘がなされる場合には、事前に目論見書が交付されていなくても行うことが認められると解されており、かつ目論見書の交付は証券取得と同時にであっても許されるため、その場合の情報源は口頭による説明であり、目論見書は情報源にはなっていない。また、口頭による勧誘に関しては投資者が欲する情報のみ提供することができるのに対し、勧誘に用いることができる唯一の書面である目論見書に関しては記載事項が法定されているため、投資者が欲する情報を提供しているかもしれないが、欲していない情報までも提供している、また、その記載は定型的なものであるため、そこに記載された情報を理解することが困難であるという問題もあった。このような従来からの目論見書に関する問題への対応として、販売用資料は有益なもののように思える。他方、従来からの目論見書は、もっとも信頼できる情報源として機能していたとも考えられる。すなわち、口頭による勧誘によって曖昧な情報を提供されたとしても、投資者は目論見書を確認することによって正確な情報を入手することができた。もちろん、販売用資料の使用を認めたとしても、目論見書そのものがなくなるわけではないので、正確な情報を確認する手段として目論見書を利用することはできる。しかし、投資者が曖昧と感じるのは一度しか聞くことができないということに理由がある場合が多いように思えるので、販売用資料について、口頭による勧誘と同様に、曖昧だから目論見書を確認するという行動に至るかどうかに疑問を感じる。また、投資者にそのような行動を期待しなくとも、販売用資料における情報が投資判断を行う上で適正なものであれば問題はないと考えられるが、自由な記載を認める一方で、適正なものであることを確保することができるのかという疑問を感じる。このように考えると、販売用資料の使用は、証券取引法が目的とする投資者保護あるいは国民経済の適切な運営にとって有害なものとも考えられる。

このような問題意識に端を発し、本稿においては、伝統的な目論見書規制について考察し、販売用資料に関する問題を指摘したいと思う。

第一章 序論

第一節 問題の所在

第一款 改正前証券取引法における目論見書規制

平成 16 年改正前証券取引法において、目論見書とは、有価証券の募集若しくは売出し等

のためにその相手方に提供する当該有価証券の発行者の事業その他の事項に関する説明を記載した文書であり（改正前証券取引法（以下、「旧法」）2条10項）名称や形態のいかんを問わず、有価証券の募集または売出しのために公衆に提供される当該有価証券の発行者の事業に関する説明を記載した文書すべてを含むと解されていた¹。他方、その募集又は売出しにつき有価証券届出書の届出を要求される有価証券²の発行者は、募集又は売出しに際し、目論見書を作成しなければならないとされ（旧法13条1項）その記載事項は詳細に法定されており（旧法13条2項～4項、企業内容等の開示に関する内閣府令12条）そのような有価証券にかかる投資判断の決定は目論見書にもとづいてなされるように規定されていた。したがって、目論見書とは旧法2条10項の定義にもとづき、有価証券の募集または売出しのために公衆に提供される発行者の事業に関するあらゆる文書と解されているが、有価証券届出書の届出が要求される有価証券の募集または売出しに関する目論見書は、記載事項が法定された届出目論見書³および届出仮目論見書⁴（併せて「法定目論見書」）のことをいうとされてきた。

有価証券届出書の届出を要求される有価証券の募集又は売出しについて、証券取引法は有価証券届出書の届出後において勧誘を行うことを認めているが（旧法4条1項）⁵、その

¹ 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『〔新訂第二版〕証券取引法入門』（商事法務、2003年）159頁。また、「企業内容等の開示に関する留意事項について」（平11・4大蔵省金融企画局）（企業内容等開示ガイドライン）A-2-10によると、「目論見書には、設立趣意書、増資趣意書、募集案内書、新聞雑誌の広告等その名称、形態如何にかかわらず、同項（2条10項）に規定する有価証券の募集もしくは売出または適格機関投資家向け証券の一般投資家向け勧誘のために公衆に提供される当該有価証券の発行者の事業に関する説明を記載した文書（例えば、単に事業の内容のみを記載し、募集要項が記載されていない会社案内等の文書であっても、株主等に対する増資説明会で頒布されるもの）は、すべて含まれることに留意する」とされている。

² 募集又は売出しにつき4条1項本文又は2項本文の規定の適用を受ける有価証券、および4条1項1号に規定する開示が行われている場合における有価証券の売出し（売出価額の総額が1億円未満であるものその他内閣府令で定めるものを除く）に係る有価証券

³ 旧法13条2項及び4項の規定を満たす目論見書

⁴ 旧法13条3項の規定を満たす目論見書

⁵ 有価証券届出書の届出およびその効力発生を基準に、有価証券の募集または売出を三段階に分割し、以下のように規制している。

有価証券届出書の届出前

当該有価証券の勧誘を行うことが禁止される（旧法4条1項）。

有価証券届出書の届出後であってその効力が生じる前（「待機期間」）

当該有価証券の勧誘を行うことは認められるが、取得させ又は売付けることは禁じられる（旧法4条1項、旧法15条1項）。待機期間に使用する目論見書として、旧法13条2項の記載事項の一部を省略した目論見書が認められている（旧法13条3項）。

有価証券届出書の効力発生後

当該有価証券を取得させ又は売付けることが認められ（旧法15条1項）、その取得させ又は売付ける場合には、予めまたは同時に旧法13条2項および4項の規定に適合する目論見書（届出目論見書）を交付しなければならない（同条2項）

勧誘において、旧法 13 条 2 項および 4 項の規定に適合する目論見書および旧法 13 条 3 項の規定に適合する目論見書以外の目論見書を使用することは認められず⁶、また届出目論見書に記載すべき内容と異なる内容の表示も認められなかった（旧法 13 条 5 項）⁷。これに反し、届出目論見書および届出仮目論見書以外の文書を使用した者、または届出目論見書の内容と異なる内容の表示をした者に対しては、刑事罰（旧法 205 条 1 号）が課されるほか、当該文書や当該表示が重要事項に関する虚偽表示等のあるものであった場合には民事責任（旧法 17 条）を課された。すなわち、実質上、勧誘のための文書は届出目論見書もしくは届出仮目論見書に限定されており、勧誘のために文書を使用しない場合であっても、その表示すべき内容は届出目論見書に記載すべき内容に制約された。もっとも、口頭等による勧誘のように、文書を使用しない勧誘においては、届出目論見書に記載すべき内容を完全に表示することは困難であるため、届出目論見書に記載すべき内容を欠く表示の解釈について議論があった。この点につき、投資者への直接開示の手段である届出目論見書または届出仮目論見書が実際上その機能を発揮しうるように、旧法 13 条 5 項は、口頭によるか書面によるかを問わず、要件を満たす法定目論見書を交付する前には、それらの記載すべき内容を欠く表示を禁止するものであるとの見解があったが⁸、通説は、有価証券届出書の効力発生前の口頭による勧誘に際しては、届出仮目論見書の内容をその通りに繰り返す必要はなく、詐欺的な表示だけが禁止されると解していたため⁹、厳密には勧誘の際に投資者に対して提供される情報が届出目論見書に記載すべき内容に完全に一致しているとはいえなかった。

第二款 平成 16 年改正証券取引法における目論見書規制

平成 16 年改正証券取引法（以下、「改正法」）においても、有価証券届出書を提出するまでは勧誘および取得させ又は売付ける行為が禁じられ、待機期間には勧誘を行うことは認められるが取得させ又は売付けることは禁じられ、有価証券届出書の効力が生じた後には取得させ又は売付けることが認められる、という現行法における基本的な規制構造は維持されている。しかし、勧誘に際して、届出仮目論見書以外の文書、図画、音声その他の資料（電磁的記録（電子的方式、磁気的方式その他人の知覚によっては認識することがで

⁶ 待機期間の勧誘においては、勧誘のための文書として届出仮目論見書しか使用できないが（企業内容等の開示に関する内閣府令 14 条 1 項 1 号イ）、有価証券届出書の効力が生じた後には、届出仮目論見書は使用できない（法 13 条 3 項）。

⁷ 例外として、該証券の銘柄、募集・売出しの価格または募集・売出しがなされる有価証券の数、引受人の名称、募集・売出しの取扱をするものの名称、目論見書を提供する場所、定款所定の会社の目的を表示することは認められている（法 13 条 6 項）。墓石広告、このような文書は、あまり使われていないようである。近藤 = 吉原 = 黒沼・前掲注(1) 161 頁

⁸ 神崎克郎『証券取引法〔新版〕』（青林書院、1987 年）202 頁

⁹ 鈴木竹雄 = 河本一郎『証券取引法〔新版〕』（有斐閣、1984 年）152 頁。文理上の根拠として、旧法 13 条 5 項後半において、仮目論見書の記載事項を定めた同条 3 項を引用していない点を掲げている。

きない方式で作られる記録であって、電子計算機による情報処理のように供されるもの(いう)をもって作成された場合においては、その電磁的記録に記録された情報の内容を表示したものを含む)(以下、「販売用資料」)を使用することが認められた(改正法 13 条 5 項)¹⁰。販売用資料は、「投資者が投資判断を行う上で真に必要とする情報を分かりやすく、かつ、効率的に提供するとの観点」¹¹から、その使用が認められることとなったものであり、ロードショー、インターネットによる表示、一般広告等が動向の規制の対象に含まれる¹²。販売用資料を使用する場合には、虚偽の表示又は誤解を生じさせる表示をしてはならないとされ(改正法 13 条 5 項)、違反した者に対しては、刑事責任が課せられる(改正法 205 条 1 号)。さらに、重要な事項について虚偽の表示若しくは誤解を生ずるような表示があり、若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の表示が欠けている(以下、「虚偽表示等のある」)販売用資料を使用して有価証券を取得させた者は、当該販売用資料が虚偽表示等のある販売用資料であることを知らずに当該有価証券を取得した者に対して損害賠償の責任を負う(改正法 17 条)。

第三款 改正法に対する評価

平成 16 年改正前証券取引法 13 条 5 項に関する議論において、口頭の説明においては届出仮目論見書の内容を正確に繰り返す必要はないと解され、そのように解することは、届出仮目論見書を有していない投資者に対しても口頭による勧誘を行うことができるという意味で実務の要請に応えつつ、条文の文言にも合致しているため、通説として捉えられてきた。しかし、この解釈に対しては、書面による勧誘の場合は目論見書という定型的なものでなければならぬにもかかわらず、なぜ口頭による勧誘の場合には詐欺的な勧誘でない限り自由な表示が認められるかという疑問が容易に生じうるが、この疑問に対する回答は得られていない¹³。通説が、この問題を未解決の状態に放置していたことに鑑みると、今

¹⁰ 改正法では、「目論見書以外の文書を使用する場合には」と規定されていることから、目論見書以外の資料を用いることができると解しうるが、2 条 10 号の目論見書の定義において「当該有価証券の発行者の事業その他の事項に関する説明を記載する文書であって、相手方に交付し、・・・ものをいう。」とされているため、目論見書以外の資料であっても、それが投資者に対して提供されると同時に、その資料は目論見書になり、目論見書以外の資料というものは存在し得ないということとなる。このような規定そのものが改正法の不可解な点であるといえるのかもしれない。

¹¹ 「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告(平成 15 年 12 月 9 日)3 頁

¹² 同上 19 頁

¹³ もっとも、直接このような疑問を提示する文献は見当たらないが、旧法 13 条 5 項の議論が、発行市場における勧誘において口頭による表示と書面による表示を区別するかどうかという議論であると捉えると、本文に掲げる疑問に関する議論であったと考えることができる。通説は、「口頭による表示を・・・契約締結は、有価証券の効力発生後に目論見書が交付されてから行うということを投資者も自覚すべき」(鈴木=河本・前掲注(9) 153 頁)としていることから、口頭による表示と書面による表示について区別する立場をとっているが、その理由は明らかでない。

回の改正により、口頭による表示と同様に、書面による表示に対しても虚偽表示等に当たらない限りにおいて自由な表示をなしうることを認めたことは望ましいと評価できる。また、販売用資料の使用を認めることは、情報提供における業者間の競争を促進させる効果も期待でき、究極的には、有価証券を介した効率的な資源配分に寄与すると評価する見解や¹⁴、投資者にとって有益な販売・勧誘活動をできるだけ自由に行いたいという実務上の要請に応えるものとして評価する見解もある¹⁵。

しかし、改正法 17 条の民事責任規定によって虚偽記載等のある販売用資料にもとづいて投資判断を決定した投資者は保護されうるのかという問題がある。同様の問題は、従来の口頭による表示における虚偽表示等についても考え得た。届出仮目論見書を交付しなくてもその内容が詐欺的なものでない限り口頭による勧誘は認められるとする旧法 13 条 5 項の議論における通説も、事前に届出仮目論見書を交付しなければ口頭による説明は認められないとする説も、投資判断の決定は目論見書にもとづいて行われるべきという点について見解は一致しており、通説も、口頭による勧誘に先立ち届出仮目論見書の交付を要しないと主張するものの、契約締結は、有価証券届出書の効力発生後に届出目論見書が交付されてから行うということを投資者も自覚すべきとしている¹⁶。このような議論を見る限り、口頭による表示はあくまで投資判断の一助としてしか捉えられておらず、旧法 17 条が投資者に対して投資判断にとって必要かつ十分な情報を提供することを確保する性質のものであると解すると、口頭による表示における虚偽表示等については目論見書ほどには正確な情報を正確に提供することさえも要求されていなかったのではないかという問題である¹⁷。も

¹⁴ 川口恭弘「証券取引法における有価証券の範囲・目論見書制度の見直し」商事法務 1709 号 9 頁（2004 年）。「目論見書に記載されていない情報を迅速に伝える点で投資者の便益に資するものといえる」とも指摘しているが、そもそも現行法 13 条 2 項および 4 項目論見書が発行市場における投資判断に必要な情報を必要かつ十分に提供するものであるということに鑑みると、目論見書に記載されていない情報を伝えることにどのような意義があるのかは疑問がある。また、「情報提供における業者間の競争」が、虚偽記載等に該当しない内容を維持しつつ、投資者にとって理解しやすい内容の販売用資料を作成するという意味であるならば、販売用資料の使用を認めることが望ましいという結論を導き出せそうであるが、販売用資料に記載する情報の内容（特に、目論見書に含まれない情報）に関する業者間の競争ということまでも意味するのであるならば、発行会社による選択的情報開示に関する問題を引き起こすことが予想されるため、販売用資料の使用を認めることが望ましいという結論は導き出せない。

¹⁵ 大崎貞和「ディスクロージャーの合理化」ジュリスト 1280 号 58 頁（2004 年）。もっとも、この見解においては、販売用資料の内容が目論見書の記載内容との連関を意識しない規定になっていることに対して問題としている。

¹⁶ 鈴木 = 河本・前掲注(9)153 頁

¹⁷ もっとも、法 17 条の民事責任が本文記載のような性質のものであり、目論見書と同様に口頭による表示に対しても民事責任を課しているとする、法 17 条における口頭による表示は目論見書が公衆に提供される文書と解されているのと同様に公衆に向けられた口頭による表示と解することが適当なのかもしれない。そのように解すると、近年行われているロードショーにおける口頭による表示のように一堂に会した多くの投資者に対してなされ

し、従来の口頭による表示、すなわち目論見書以外による表示が、目論見書ほどに投資者に対して投資判断に必要な情報を正確に提供することを要求されていないならば、販売用資料も改正法 17 条の民事責任規定が目論見書ほどには厳格に適用されないこととなる。そもそも、目論見書が投資判断の決定のために必要かつ十分な情報を提供するものであると考えると、販売用資料は質量ともに目論見書ほどに充実したものではないはずであるから、発行市場における投資判断の決定は目論見書にもとづいてなされるべきと解する限り、そのような不十分な情報しか提供しない販売用資料に対して目論見書と同様に厳格な責任を課すことは適当でないと思われるが、その提供する情報の範囲内において正確性が改正法 17 条の厳格な民事責任規定によって担保されないのであるならば、結局、投資者は目論見書の内容を確認しなければならないこととなり、投資者にとっては十分な保護がなされていないといえそうである。逆に、改正法 17 条にもとづいて、目論見書における記載と販売用資料における記載に齟齬があった場合に、目論見書によって正確な情報を入手し得たにもかかわらず販売用資料における虚偽記載等に対する民事責任を追及しえるならば、投資者は目論見書にもとづいて投資判断の決定を行うという目論見書の意義は失われる。また、そのような場合の虚偽記載等のある販売用資料に対して民事責任を課すとすると、虚偽記載等と判断されないようにあらゆる情報を伴った資料になり結局は目論見書の内容とほぼ同じものになってしまうか、販売用資料の使用自体に躊躇し結局は使用しなくなるということも想定しうるため、虚偽表示等のある販売用資料に対して投資者は保護されるのかもしれないが、販売用資料の使用を認めた「投資者が投資判断を行う上で真に必要とする情報を分かりやすく、かつ、効率的に提供する」との目的の達成が困難になりそうである。

このように、改正法 17 条の民事責任規定が、目論見書と販売用資料の虚偽記載等に対して、どのように適用されるのかが明らかにならなければ、本改正において販売用資料の使用を認めた意義が失われ、販売用資料を有効に活用し得ないこととなる、若しくは証券取引法における目論見書の意義を失わせることとなる¹⁸。

第二節 考察の範囲と順序

第一款 本稿の目的

前述の通り、本改正は伝統的な目論見書の意義を変更する趣旨のものとも解しうるが、仮にそのような趣旨の改正であるならば、どのような根拠に基づいて許容されうるのかを

る口頭による表示以外に、法 17 条における口頭の表示に該当する口頭の表示は想定しにくい。

¹⁸ 本文記載の通り、場合によっては、目論見書の意義を失わせることも想定しうる。目論見書の意義を失わせることの是非はともかく、証券取引法制定以来維持してきた目論見書の意義を失わせることを許容するためには、相応の根拠が必要となる。

明らかにしなければならない。そのような趣旨の改正でないならば、目論見書の意義を認めつつ販売用資料を有効に活用するために、どのような問題が生じ得るのかを検討しなければならない。したがって、本稿の目的は、改正法の意義を明らかにしたうえで、法定目論見書以外の資料、すなわち販売用資料を有効活用することを前提とした場合に、そのような資料の使用に関してどのような問題が想定され、どのような制度が必要と考えられるかについて考察するものである。このような考察は、販売用資料の使用を促進することに寄与するとともに、発行市場全般にわたる投資者保護のあり方に影響を及ぼすものとして意義あるものであると考える。

第二款 考察の順序

本稿は、三部構成とし、日本の現行法と改正案を概観したうえで問題の所在を明らかにし（第一章）、米国の議論を概観し（第二章）、米国の議論をもとに問題についての検討を行う（第三章）。比較法において米国の議論を取扱う理由は、わが国の証券取引法が、米国の 1933 年証券法（Securities Act of 1933）（以下、「証券法」）¹⁹および 1934 年取引所法（Securities Exchange Act of 1934）（以下、「取引所法」）²⁰の内容に忠実に従ったものであり、目論見書規制に関しても、条文の構成が異なるとはいってものほぼそのまま輸入されたものであるからである。

米国法との比較の手順としては、証券法の沿革と現行法を概観し、目論見書の意義を明らかにする（第二章第一節）、目論見書と口頭通信の虚偽表示等についての民事責任規定である 12 条(a)項 2 号の口頭通信に関する民事責任に関する判例を概観し、口頭通信の虚偽表示等について判例はどのような立場をとっているのかを明らかにする（同章第二節）。

ロードショウ、特にインターネットを利用したロードショウについての SEC の対応を確認する（同章第三節）、開示規制に関する議論と開示規制の変遷を概観する（同章第四節）。

においては、制度内容を明らかにすると共に、日本法の 17 条の民事責任規定にあたる米国の証券法 12 条(a)項 2 号の民事責任規定における代表的判例である Gustafson 判決を確認し、目論見書の意義を明らかにする。においては、口頭通信の虚偽表示等について判例はどのような立場をとっているのかを明らかにするために、証券法 12 条(a)項 2 号に関する判例を紹介する。目論見書の虚偽記載等については発行者等に対し証券法 11 条の責任が課され、証券発行時における取引規制である証券法 5 条に反する取引がなされた場合には、その取引をなした者に対して証券法 12 条(a)項 1 号の責任が課される。証券法 12 条(a)項 2 号の責任は、これらの補完的な責任として位置付けられているが、ここで証券法 12 条(a)項 2 号の責任を取り上げる理由は、証券法 12 条(a)項 2 号が証券の売付を行う者と証券購入者との関係で機能する規定であり、発行市場における投資者保護に関して最も基本的な規定であると考えられるからである。また、わが国の改正法においては、改正法 17 条が販売用資

¹⁹ 15 U.S.C. 77

²⁰ 15 U.S.C. 78

料における虚偽表示を抑止するものとして機能することが期待されるため、それに対応する証券法 12 条(a)項 2 号に関する判例を検討することが適当であると考えたからである。においては、証券発行時におけるロードショウの有効活用が日本法改正の一因とされていることから、米国におけるロードショウに関する議論を概観する。においては、証券規制における開示規制に関する議論と、その議論にもとづいて採用された開示規制の変遷を概観する。さらに、2004 年 11 月 3 日に、わが国の改正法と同様に法定目論見書以外の文書の使用を許容する趣旨の SEC による規則改正案が提案されているため、その内容を紹介する。

最後に、第三章において、これらの米国における議論や判例等を踏まえて、わが国の改正法における販売用資料を考察し、投資者を保護しつつ販売用資料を有効活用するという観点から、販売用資料に関する問題について考察する。

第二章 米国における目論見書規制とその周辺議論

第一節 1933 年証券法における目論見書規制

第一款 1933 年証券法の沿革と規制の理念

米国における証券規制は州法によって始まった²¹。最初の一般的な証券規制法は、1911 年に制定されたブルー・スカイ・ロー (Blue Sky Law) ²²と呼ばれるカンザス州法であるといわれているが、その内容は、証券を登録制とし、いかなる会社も州の銀行局張の許可がないと証券を発行できないとするものであった²³。証券の発行を登録制とする規制方法は全米に広がったが、ニューヨーク州の New York Martin Act のように、証券の登録制度を持たず、規制の主要な部分を詐欺の禁止に依存するものも存在した²⁴。このように、州の証券規制は統一された内容のものではなかったが²⁵、いずれも証券の発行と流通が州内にとどまるものについて適用された²⁶。

1929 年の株価暴落は大恐慌のきっかけとなり、株価は長期的に低迷した²⁷。暴落の原因

²¹ L. Loss=J. Seligman, *Securities Regulations* (3d ed. revised) at 31

²² ブルー・スカイ・ローという名称は、裁判所が、これらの法律の目的は「どこまでも広がる青空のように何ら根拠のない投機的な計略」を防止することである、と述べたことにちなんでいる。T. L. Hazen, *The Law of Securities Regulation* (4th ed. 2003) at 402

²³ Loss = Seligman, *supra* 21, at 36

²⁴ Loss=Seligman, *supra* 21, at 100-104

²⁵ 1933 年までに、47 の州とハワイでブルー・スカイ・ローが制定された (Loss = Seligman, *supra* 21, at 40)。一般的に、ブルー・スカイ・ローとは、以下の 3 種類の条項を含むものである (すべての条項を含まない州もある)。すなわち、()証券の売付時における詐欺行為の禁止、()ブローカー・ディーラーの登録要件、()州内で販売される証券の登録要件、である。D. L. Ratner=T. L. Hazen, *Securities Regulation* (7th ed. 2002) at 309

²⁶ Loss=Seligman, *supra* 21, at 41-42

²⁷ ニューヨーク証券取引所の上場株式の時価総額は 1929 年の 890 億ドルから 1932 年には 150 億ドルに下落した。1920 年から 1933 年の間にアメリカで発行された証券は 500 億ド

はいろいろと考えられるが、暴落前に株価が経済の基礎的条件によってではなく、過度の信用供与に支えられた投機によってつり上げられていたことは疑いがなく、ブローカー・ディーラーが率先して相場操縦を行っていたことが原因と考えられた²⁸。たとえ相場操縦が行われていなくとも、虚偽または誤導的な情報によって市場が歪められていた²⁹。1933年までに、州のブルー・スカイ・ローは出揃っていたとはいうものの³⁰、ブルー・スカイ・ローは発行と流通が州内にとどまるものにしか適用されなかったため、郵便のような州際通商の手段を用いて行われる証券詐欺に対しては無力であった³¹。そこで議会は、証券市場に対する投資者の信頼がこれ以上に失われると、企業が資本市場から資金調達することを困難にし、大恐慌からの経済の回復を遅らせる要因になると考え、連邦証券規制を立法することとなった³²。

連邦証券規制法を立法するに際し証券規制をどのような理念のもとで行うべきかについて見解が対立した。保守派³³は、New York Martin Actのように、正直なビジネスを抑圧しないためには詐欺を厳格な刑事手続きによって処罰する以外の規制を加えるべきではないとし、その対極には、州のブルー・スカイ・ローのように、健全な発行者の証券発行のみを認める「価値基準哲学 (merit philosophy)」とする者があった³⁴。証券の発行者に情報開示を求め、その正確性を担保するために民事責任を課すが、何が発行に値する証券であるかは投資者の判断に委ねる、という開示哲学 (disclosure philosophy)³⁵はこれらの中間に位置していた。最終的にルーズベルト大統領が採用したものは開示哲学の理念を基本とし、これに詐欺の禁止を加えたものであった³⁶。

第二款 目論見書と発行市場における取引規制の概観

ルに上ったが、1933年までにその半額は無価値なものになった。1934年の時点でアメリカの国民は80億ドル以上の外国証券を購入していたが、1934年までに30億ドルがデフォルトに陥った。Loss=Seligman, supra 21, at 167

²⁸ Loss · Seligman, supra 21, at 168

²⁹ id.

³⁰ 前掲注(25)参照

³¹ Loss=Seligman, supra 21, at 168

³² id.

³³ 当初、議会在が直面した基本的問題は、限られた連邦免許を付与する基準はいかなるものであるべきかという問題であったため、免許もしくは登録を要求することに対して保守主義的立場の者である。

³⁴ Loss=Seligman, supra 21, at 170

³⁵ 開示哲学を支持した Louis D. Brandeis の有名な言葉に、「太陽は最良の消毒剤であり、電気による証明はもっとも有能な警官である」というものがある。L. Brandeis, *Other People's Money* ch. 5 (1914)

³⁶ 1933年証券法案についての議論において、下院議員 Rayburn は「この法案の目的は可能な限り、証券の保有者を会社の経営者と対等の立場に置くことにより、有用な情報が関連する限り、そのすべてに関して買主と売主とを同じ平面に乗せることである」と述べている。77 Cong. Rec. 2918 (1933)

証券法 2 条(a)項 10 号によると、目論見書 (prospectus) とは「書面、ラジオまたはテレビジョンにより証券の売付を申込みしくは確認のためのすべての目論見書、通知書、案内書、広告、書信または通信」³⁷であり、口頭の通信は目論見書に含まれない。ただし、「登録届出書の効力発生日以降交付されまたは交付される通信 (10 条(b)項の規定にもとづき認められている目論見書を除く) であって、当該通信に先立ちまたはそれと同時に、当該通信の行われる時において 10 条(a)項の要件を満たす書面による目論見書が、通信が行われる者に送付済みまたは交付済みであることが証明される場合 (証券法 2 条(a)項 10 号(a))」、いわゆる補足販売用資料 (supplement selling literature) および「証券に関する通知書、案内書、広告、書信または通信であって、10 条の要件を満たす書面による目論見書が誰から受領しうるのかということのほか、証券の確認、その価格および誰によって注文が執行されるかということのみを述べ、かつ公益および投資者保護のため必要または適当と認められる規則ならびにそれによって規定されている条件によって委員会が認めるその他の事項を含むものである場合 (証券法 2 条(a)項 10 号(b))」、いわゆる墓石広告 (tombstone advertisement) は、目論見書から除外される。

他方、SEC に対して登録届出書 (registration statement) ³⁸の提出が要求される証券の募集についてのルールを規定している証券法 5 条³⁹は、目論見書の記載事項を規定する証券法 10 条と相俟って、SEC への登録届出書の提出が要求される証券の募集については、登録届出書を提出した後であってその効力が発生するまでの間 (以下、「待機期間」) に使用で

³⁷ The term "prospectus" means any prospectus, notice, circular, advertisement, letter, or communication, written or by radio or television, which offers any security for sale or confirms the sale of any security

³⁸ 登録届出書の内容は、登録者 (発行者) に関する情報、分売の条件および手取り金の使途、登録者の証券に関する情報、添付書類および確認書に大別されるが、このうち、～ が法定目論見書の内容となる。(証券法 7 条は、登録届出書にはスケジュール A の定める情報を記載しなければならないとする) 添付書類および確認書類とは、弁護士や公認会計士等の証明書 (25 号、26 号、27 号、29 号)、契約書等のコピー (28 号、30 号)、定款等 (31 号)、株券等の捺印証書のコピー (32 号) である。

³⁹ 証券法 5 条は、引受過程を、SEC への登録届出書の提出前、待機期間、登録届出書の効力発生後、に分割しそれぞれの段階ごとにルールを定めている。Hazen, supra 22, at 85

SEC への登録届出書の提出前

州際通商の手段を用いて、売付・買付または売付申込 (offer to sell)・買付申込 (offer to buy) をすることが禁止されている (証券法 5 条(a)項 1 号、同法 5 条(c)項)。

待機期間

売付申込および買付申込はできるが、売付および買付はできない (証券法 5 条(a)項、同法 5 条(b)項 1 号)。待機期間になしうる勧誘 (offer) の方法として、口頭による方法と書面を使用した方法が認められるが、書面を使用した申込を行う場合に、使用できる書面は、墓石広告 (tombstone advertisement)、仮目論見書 (preliminary prospectus)、要約目論見書 (summary prospectus) のいずれかでなければならない。

登録届出書の効力発生後

売付行為を行うことができる。

きる目論見書は仮目論見書と要約目論見書のいずれかであることを要求し、登録届出書の効力発生後において当該証券の売付後の引渡と同時または事前に証券法 10 条 a 項の要件を満たす最終目論見書の交付を義務付けている（証券法 5 条(b)項 2 号）⁴⁰。証券法 5 条の要求に反して、SEC に対して登録届出書の提出を要する証券の募集において、認められた文書以外の文書を使用した場合や、証券の引渡しと同時または事前に最終目論見書の交付をなさなかった場合等には、証券法 12 条(a)項 1 号の民事責任を負う。

目論見書に重要な事実についての不実記載が行われ、または誤解を避けるために必要な重要な事実が開示されていない場合、当該証券の取得者⁴¹は、登録届出書に署名をした者等⁴²に対して証券法 11 条の責任を追及できる⁴³。発行者以外の者には、注意義務を尽くしたという抗弁（デューデリジェンス（due diligence）の抗弁）が認められ（証券法 11 条(b)項 1 号）、その注意義務の程度は被告の性質によって異なる⁴⁴。請求しうる損害賠償額は法定されており原告は不実表示と損害の間の因果関係を立証する必要はないが、被告は、損害の全部または一部が不実表示以外の原因によって生じたことを立証したときは、賠償額の減額が認められる（証券法 11 条(e)項但書）。

重要な事項に関して虚偽表示等を含む目論見書または口頭の通信を使用して証券の売付申込を行った者は、目論見書の表示が真実でないことを知らず、かつ合理的な注意を用いても知ることができなかったことを立証できない限り⁴⁵、当該証券の購入者に対して責任を負う（証券法 12 条(a)項 2 号）⁴⁶。購入者は、当該証券を提供して契約の取消を請求してもよいし、すでに証券を売却しあるいは証券を提供できないときは、損害賠償を請求できる。

⁴⁰ 証券法の条文において、これらの目論見書はすべて「prospectus」という文言で統一されているが、本稿においては便宜上、区別して記載する。また、仮目論見書、要約目論見書、最終目論見書を併せて法定目論見書ということとする。

⁴¹ 発行に応じて証券を取得したものでなくてもよいが、虚偽表示または不開示につき悪意であってはならない。John C. Coffee= Jr. & Joel Seligman, SECURITIES REGULATION CASES AND MATERIALS (9th ed. 2003) at 874

⁴² 責任を負う者は、登録届出書に署名をしたすべての者（6 条において、発行者自身、主たる役員、財務・経理担当役員および取締役の過半数が署名することが義務付けられている）発行者のすべての取締役、発行者の取締役になる者として登録届出書に記載された者、会計士、技術者、鑑定人、その他登録届出書の一部を作成したか、これに証明を与え、あるいは登録届出書に関連して使用された報告書・評価書を作成したか、これに証明を与えた者、分売に関与した引受人、

⁴³ 証券法 11 条は、虚偽記載等のある登録届出書に関する責任であるが、目論見書は登録届出書の一部であるため、証券購入者は証券法 11 条を根拠に責任追及ができる。

⁴⁴ 会社の内部者であるか外部者であるか、また外部者であるならば専門家または引受人であるかそれ以外の者であるか、によって被告の注意義務の程度が異なる（規則 176 条）。

⁴⁵ この注意義務は、証券法 11 条のもとで非専門家に求められるデューデリジェンスの程度と同様のものと解されている（Sandars v. John Nuveen & Co., 619 F. 2d 1222 (7th Cir. 1980)本章第二節第二款(2)参照）。しかし、最高裁の二人の裁判官はこの立場に強い反対を見せている。

⁴⁶ 12 条(a)項 2 号の責任は証券法の登録要求に依拠するものではないので、11 条の責任と 12 条(a)項 1 号の責任に対する補足的なものである。Hazen, supra 22, at 370

この責任は、証券購入者の信頼を要求しない⁴⁷、既に、証券を所有していなくても追及しうる⁴⁸、Pinter 判決⁴⁹により、当事者関係要件が緩和され売主の範囲が拡大されている⁵⁰、州の裁判所の利用を放棄することなく連邦裁判所に訴えることができる⁵¹、という点において、コモンロー上の責任よりも厳格なものとなっている^{52,53}。ただし、売主には、当該証券の価値の下落の全てまたは一部は、不実記載または不開示とは関係のない要因により引き起こされたとする積極的抗弁が認められる（証券法 12 条(b)項）。

また、SEC は証券の売付申込または売付に関する詐欺を禁止する証券法 17 条に基づいて、虚偽記載等のある目論見書を使用して売付申込または売付を行った者に対して、証券法を

⁴⁷ 信頼の主観的要素は、客観的な「合理的に慎重な者(reasonably prudent person)」の基準で判断される重要性(materiality)の概念に本質的に備わっている(Gilbert v. Nixon, 429 F.2d 348, 356-57 (10th Cir. 1970))。しかし、1933 年法 11 条において、一定の場合には信頼の立証を要求するように改正を行った際にも、同法 12 条 2 号は同様の改正はなされなかったことを鑑みると、信頼の要素は重要性の要件に含まれるべきではない。Loss=Seligman, supra 21, at 4202-4203

⁴⁸ このことによって、買主は虚偽記載等を知った後に、損害額を減額するために転売する義務があるのではないかという問題が生じる。

⁴⁹ Pinter v. Dahl, 486 U.S. 622 (1988)

⁵⁰ Loss=Seligman, supra 21, at 4207. Pinter 判決は証券法 12 条(a)項 1 号に関するものであり 12 条(a)項 2 号には判断していないが、Pinter 判決以降の下級審判例は Pinter 判決が 12 条(a)項 2 号にも適用されると解しており、学説も 12 条(a)項 2 号に適用されると解しているようである。

Abell v. Potomac Ins. Co., 858 F.2d 1104, 1113-1115 (5th Cir.1988), cert. denied sub nom. Abell v. Wright, Lindsey & Jennings, 492 U.S. 918 (1989); Moore v. Kayport Package Express, Inc., 885 F.2d 531, 535-537 (9th Cir.1989); Royal Am. Managers, Inc. v. IRC Holding Corp., 885 F.2d 1011, 1016-1017 (2d Cir.1989); Craftmatic Sec. Litig. v. Kraftsow, 890 F.2d 628, 635-636 (3d Cir.1989); Ryder Int'l Corp. v. First Am. Nat'l Bank, 943 F.2d 1521, 1527-1529 (11th Cir. 1991); Ackerman v. Schwartz, 947 F.2d 841, 844-845 (7th Cir. 1991). Loss=Seligman, supra 21, at 4222-4241 参照

⁵¹ 連邦の裁判所を選んだならば、全国的な訴訟手続の特典を持ち、裁判地についての広い選択をもち、通常 5 万ドルの要件に従わなくても良い。さらに、被告は移送を求めることができない。Loss=Seligman, supra 21, at 4203

⁵² Loss=Seligman, supra 21, at 4202-4204

⁵³ id. at 4206-4207 によると、本文記載のメリットがある反面、12 条(a)項 2 号の責任には、以下のようなデメリットもある。

被告に免責規定(虚偽表示を知らなかったことと、相当の注意を払っても知ることができなかった場合)(デューデリジェンスの抗弁)

デューデリジェンスの抗弁は、故意または過失による虚偽記載に限定している。他方、コモンロー上の解除の請求においては、故意の虚偽記載である場合には、その虚偽記載が重要であることは要件とならない。12 条(a)項 2 号が重要性を要件としているので、故意の虚偽記載を立証できる買主にとっては、12 条(a)項 2 号の請求は、虚偽記載に重要性が要求されるという点で、コモンロー上の解除に劣る

提訴期間が短い

12 条(a)項 2 号が、郵便または州際通商の利用にもとづいていることが要件となっているために、州際通商を利用していない場合の虚偽表示等については、コモンローまたは州法上の救済しか享受できない。

執行することができる。

第三款 Gustafson 判決⁵⁴

本件は、相対取引の売買契約書における虚偽記載について、買主は証券法 12 条 2 号（当時）の責任追及をなしえるのか、という問題について争われた事案であるが⁵⁵、連邦最高裁判所は、証券法 2 条 10 号（当時）、10 条、12 条 2 号を解釈することによって、1933 年証券法における目論見書の意義を明らかにした⁵⁶。同様の問題について、それまでに *Bally v. Legg Mason Wood Walker, Inc.* (925 F.2d 682 (1991))⁵⁷と *Pacific Dunlop Holdings Inc.*

⁵⁴ *Arthur L. Gustafson v. Alloyd Company, Incorporated, FKA Alloyd Holdings, incorporated*, 513 U.S. 561 (1995)

⁵⁵ 原告 Gustafson、McLean、Butler（以下、「Gustafson 等」）は、包装機器の製造業者である Alloyd, Inc.の株式を、全て所有していた。1989 年に、Gustafson 等は Alloyd, Inc.の売却を決定し、買主の紹介を KPMG Peat Marwick（以下、「KPMG」）に依頼した。KPMG の情報を通して、Wind Point Partners ,L.P.が全ての発行済み株式を購入することに合意した。Wind Point Partners ,L.P.による、Alloyd, Inc.の株式購入は、Wind Point と多くの個人投資家を株主とする新会社 Alloyd Holding, Inc.を通して行われた。

ところで、Wind Point と KPMG は、Alloyd, Inc.の株式買取価格の決定のため、年末に行われていた Alloyd, Inc.の棚卸しを例年より早めに行うことを検討したが、結局早めに行う代わりに、一定の見積もりを信頼し、決算後の調整規定をおくこととした。

1989 年 12 月 20 日に、Gustafson 等と Alloyd Holding, Inc.は売買契約を締結した。Alloyd Holding, Inc.は、Gustafson 等に 1870 万 9000 ドルを支払うこと、加えて前年度末からの純資産の見積増加額である 212 万 2219 ドルを支払うことに合意した。買取合意書の 4 条「売主の誓約」には、Alloyd, Inc.の財務諸表が「同社の財務状況を適正に表している」こと、最終のバランスシートの日付と契約締結日の間には「Alloyd, Inc.の財務状況に悪影響を与えるような重大な変化はなかった」ことが示されていた。また、期末監査と財務諸表によって見積増加額と現実の増加額の間には差異が生じることが明らかになった場合には、不利益を被った当事者は調整を受けることが定められていた。

Alloyd, Inc.の 1989 年度の実際の収益は、見積増加額である 212 万 2219 ドルを下回ることで、期末監査によって明らかになった。契約にもとづいて、買主は売主から総額 81 万 5000 ドルの調整額を受取る権利を取得したにもかかわらず、1991 年 2 月 11 日に、新会社（元の社名と同じ Alloyd Co.）と Wind Point はイリノイ州北部連邦地方裁判所に、1933 年証券法 12 条 2 号にもとづく契約解除を求めて、訴訟を提起した。Alloyd Co.は、Gustafson 等によってつくられた会社の財務情報に関する説明は不正確なものであり、契約書中の誓約条項が虚偽であると主張した。さらに、原告は、当該売買契約書は目論見書であらうので、合意書中のいかなる虚偽記載も 1933 年証券法の 12 条 2 号にもとづく責任を生じさせると主張した。

⁵⁶ 本判決につき、最高裁は 5 対 4 に見解が分かれた。

⁵⁷ ブローカーが口頭による虚偽表示を行った事例で、「目論見書中の記載情報について規定する 10 条は、明らかに目論見書を SEC に提出される登録届出書と関連付けている。もし仮に、議会が『目論見書』に拡張的な意味をもたせることを意図していたならば、12 条 2 号の当該文書を『書面または口頭による通信』と表現していたであろう」として、1933 年証券法 12 条 2 号の目論見書を狭義に解し、12 条 2 号は流通市場における取引にかかる虚偽表示に対しては適用されないとした。

v. Allen & Co. Inc.事件 (993 F.2d 578 (1993))⁵⁸において争われていたが、連邦最高裁判決は本件が最初のものであった。

連邦最高裁の解釈によると、(1) 10 条は何が目論見書であるかを定義していないが、証券法における文言の意味が全体を通して一貫性を有すると解するならば、10 条のもとでの目論見書は、発行者やその支配株主による公募に関する文書である⁵⁹、(2) 「同一の法律の中の異なる部分において用いられている同一の文言は同一の意味を有することが意図されている」⁶⁰という「制定法の一般原則」にもとづき、証券法の構造⁶¹、12 条の解釈⁶²、証券法の規制内容⁶³を鑑みると、10 条の目論見書と 12 条の目論見書は同義である⁶⁴、(3)

⁵⁸ 私的取引において株式売買契約書中に虚偽表示が含まれていた事例において、「2 条 10 号の目論見書は『あらゆる書面』を意味し、10 条の目論見書は『目論見書の中の目論見書 (a prospectus within a prospectus)』を意味する」として、さらに、12 条 2 号の目論見書がいずれを意味するかについて、「12 条 2 号が 1933 年証券法 3 条(a)項 2 号に掲げる証券を除いてすべての証券に対して適用され、かつ裁判所は一致して 12 条 2 号が 1933 年証券法 5 条の適用除外を規定する同法 4 条に掲げられた取引に対しても適用されると述べていることから、12 条の文脈が 2 条 10 号と異なる意義を要求していない」と判示した。すなわち、本件では、1933 年証券法は目論見書に関して複数の定義を予定しており、12 条 2 号は流通市場における取引にかかる虚偽表示に対しても適用されるとした。

⁵⁹ 10 条のもとでの目論見書は登録届出書に記載されている情報を記載しなければならない文書であり、登録届出書の作成および提出は発行者やその支配株主による公募に対してのみ要求される。

⁶⁰ Department of Revenue Ore. v. ACF Industries, Inc., 510 U.S. 332, 342

⁶¹ 証券法の 4 条と 5 条は特定の売付に対して売主に登録届出書の提出と交付を要求し、証券法の 7 条と 10 条は登録届出書と目論見書の記載事項が規定し、そして、証券法 11 条は虚偽表示のある登録届出書に対する責任を規定している。この 1933 年証券法の構造を鑑みると、11 条の責任が登録届出書の提出とその記載内容を規定した 5 条と 7 条から生じるのと同様に、12 条 2 号の責任は目論見書の交付義務が存在しないのであるならば生じ得ないと解することが整合的である。

⁶² 12 条 2 号は政府発行証券の売付に関する目論見書を除外しているが、もし議会が 12 条 2 号によって、流通市場の取引を含み、証券の売付に関するすべての書面による通信の虚偽記載に責任を課すことを意図していたのであれば、12 条 2 号の解除権の射程から政府発行証券を除外することについて説明ができない。

⁶³ 1933 年証券法の趣旨は連邦法上の義務の創設であり、その大部分が公募に関する届出および開示義務であるから、12 条 2 号がこれらの義務からは独立した広範な付加的責任を創設したと解するよりも、責任規定は連邦法上の義務違反の救済を規定することが主たる目的と解するほうが合理的である。

⁶⁴ この点につき、Thomas、Scalia、Ginsburg、Breyer の四名の判事の反対意見が付されている。反対意見においては、2 条 10 号は証券の売付を確認するための書面も目論見書であると定義していること、定義規定である 2 条は「他の意義に解されない限り」との文言で始まっていること、2 条 10 号は「『目論見書』とは、・・・目論見書、通知書、案内書・・・をいう」として「目論見書」という文言を二度使用する形をとっていることを挙げて、議会が 1933 年証券法全体を通して目論見書を同一の意味で用いなかったと述べられた。このことは、12 条 2 号の責任が 10 条の目論見書と同義と解することに対する反対意見であり、2 条 10 号の目論見書の意味に関しては判旨と異なるものではない。

2条10号の目論見書は広く頒布される文書である^{65,66}。したがって、10条の「目論見書」とは発行者または支配株主による証券の公募を説明する文書を指す文言であり、12条2号の責任はそのような目論見書に対して追及しうるものである⁶⁷。

第四款 小括

米国における証券規制は、「証券の発行者に情報開示を求め、その正確性を担保するために民事責任を課すが、何が発行に値する証券であるかは投資者の判断に委ねる」という開示哲学を基本理念として採用した⁶⁸。そして、この基本理念は、SECに登録されていない証券の売付または売付申込を禁止し、登録届出書の届出と証券購入者への目論見書の交付を強制する証券法5条に最も明確に現れており、同条は証券法の中心的規定であるといえよう。証券法5条は、発行に際して登録届出書の届出が要求される証券の投資判断は目論見書にもとづいてなされるべきという趣旨で、そのような証券の売付または売付申込において、投資者に対して提供される書面を、記載事項が詳細に法定された法定目論見書また

⁶⁵ Alloyd, Inc.は、2条10号における「通信」という文言に着目して、証券の売付申込を行ういかなる書面による通信も12条2号の責任を生じさせる「目論見書」とであると主張した。しかし、最高裁は、「通信」という文言は列挙されたものの一つに過ぎず、「通信」があらゆる書面による通信を含むならば、「通知書、案内書、広告、書信」という文言は、それぞれが通信の形態であるから、無意味な文言となる。したがって、2条10号の文言を「列挙されたものと同種の原則 (the doctrine of noscitur a sociis)」に従って解釈すると、目論見書は広く頒布される文書であることは明らかである。また、2条10号の目論見書は、「ラジオまたはテレビジョンによる」通信も含むが、直接顔を合わせて行われる会話または電話での会話を含んでいないことから、この列挙の「通信」という文言も公衆に対する通信であることを示される。

⁶⁶ 最高裁は、このような見解を、以下のように述べて、公募の適用範囲を超える適用を拡大解釈する規定の一つである1933年証券法17条(a)項を解する *United States v. Naftalin*, 事件 (441 U.S. 768 (1979)) 判決によって補足されるとした。

United States v. Naftalin 事件では、「元来、1933年証券法は新規募集の規制に関するものであった」けれども、「17条(a)項は、最初の分売においてであろうと通常の市場取引においてであろうと、証券の売付申込における不公正取引を規制する趣旨である」と判示した。17条(a)項には責任の範囲を限定する文言が存在しないこと、そして何よりも「目論見書」という文言が存在しないことが、その理由である。これに対して、目論見書に関する12条2号は、「目論見書もしくは口頭通信により」という、公募にその適用を限定する文言が含まれている。また、立法史においても、17条(a)項は広範な適用範囲を意図していたことが明らかであるが、12条2号にそのような拡大解釈する意図を示すものは存在しない。

⁶⁷ 最高裁判決において5対4に見解が分かれたように、本判決に対する否定的見解は現在でも存在する。例えば、Loss = Seligman, *supra* 21, at 4217-4222. 判示によると、文理上の根拠として政府発行証券を除外していることを掲げているが、証券法10条の目論見書とは登録届出書の届出が要求される証券の発行に関する目論見書であるから、12条(a)項2号の目論見書が証券法10条の目論見書であるならば、そもそも証券法の適用除外である政府発行証券は登録届出書の届出は要求されないの、明示的に12条(a)項2号において除外する必要はないはずである。

⁶⁸ 本節第一款参照

は法定目論見書へ誘導する目的の墓石広告に限定しており、かつ証券購入者に対して法定目論見書を交付することが義務付けられている。証券法 5 条に違反して証券の売付申込みまたは売付を行った者は直ちに民事責任を負い、また記載事項に虚偽等のある目論見書を使用した者も、証券購入者に対してコモンロー上の民事責任よりも厳格な責任を負う⁶⁹。虚偽記載等のある目論見書によって証券を売付けられた証券購入者は、虚偽等についての信頼を要さずして、この厳格な責任によって保護される。このように、証券法は、目論見書規制に反する行為に対しては厳格な民事責任を課すことにより、目論見書の正確性を確保している。これらの規定から、目論見書は、登録届出書の届出が要求される証券に関する投資判断にとって必要な情報を正確に提供する一方で、投資者が投資判断に関する情報を必要とした場合に、正確な情報を投資者が入手できる手段を確保するものと考えられる⁷⁰。もっとも、登録届出書の届出が要求される証券の発行における情報提供に関する規制は、書面によってなされるものであるか口頭によってなされるものであるかによって区別されており、書面によってなされる場合には提供される情報が法定目論見書の記載事項を満たすことが要求されているのに対し、口頭によってなされる場合には証券法 12 条(a)項 2 号の虚偽記載等にあたらない限りにおいて自由に情報を提供することが認められている。また、投資者に対する法定目論見書の交付は証券の引渡と同時に行うことが認められているため、書面によって情報提供を行う場合と異なり、投資者は正確な情報を提供されておらず、正確な情報を入手する手段も確保されていない。

また、Gustafson 判決に従うと、目論見書は広く頒布される文書であるから、特定の者のみに対して交付された文書は目論見書ではなく、一般的な不公正取引禁止規定に従う限りにおいて、自由な記載が認められることとなる⁷¹。このような特定の者に対して提供される情報は、正確な情報であるならば目論見書規制に反するものではないが、投資者間において提供される情報に関して不平等が生じうるので規制されなければならない⁷²。

⁶⁹ 証券購入者は、虚偽記載等についての信頼を要さずして、この厳格な責任によって保護される。本節第二款参照

⁷⁰ Sanders 判決（後述、本章第二節第二款(2)参照）により、投資者は目論見書を参照しなくても、目論見書における虚偽記載等から保護されると解される。他方、投資者に目論見書を読む義務はない。これらのことから、目論見書は投資者の請求に応じて交付されるものであれば足りるようにも思える。しかし、現行証券法が目論見書の交付を強制しているということを勘案すると、証券法は、目論見書を交付することによって投資者が正確な情報を入手しうる手段を確保することを重要視したとも考えられる。

⁷¹ 後述する（本章第三節第二款参照）電磁的媒体を使用したロードショーに関しては、特定の者に対して交付される文書は目論見書ではないとの解釈が採用されているが、法定目論見書以外の文書が特定の者に交付された場合に、証券法 5 条違反として同法 12 条(a)項 1 号の責任を追及しうるかどうかに関しては明らかではない。

⁷² 米国において、このような投資者間における情報に関する不平等を規制するものとしてレギュレーション FD がある。

第二節 虚偽表示等のある目論見書および口頭通信

第一款 証券法 11 条と 12 条 a 項 2 号の関係

証券法 11 条は、登録届出書または目論見書に重要な事実についての虚偽記載が存在する場合、または誤解を避けるために必要な重要な事実が開示されていない場合に、発行者等に対して責任を負わせる⁷³。他方、証券法 12 条(a)項 2 号は、虚偽表示等のある目論見書および口頭通信によって、証券の売付もしくは売付申込を行う者または証券を売付ける者に対して責任を負わせる。いずれの責任も、目論見書の虚偽記載等につき証券購入者の信頼は要求されず、当該開示が虚偽等であるということを知らない限りにおいて証券購入者は救済される。証券法 12 条(a)項 2 号の責任は証券の売付申込を行った者および売付を行った者は注意義務を尽くした場合には免責されるので、その場合においては証券法 11 条が同法 12 条(a)項 2 号を補完しているといえるであろうし、発行者が破綻した場合のように、証券購入者が証券法 11 条の責任を負う者に対して責任追及をなし得ない場合には、証券法 12 条(a)項 2 号が同法 11 条を補完しているといえるであろう。もっとも、証券法 11 条の責任を負う者は同法 11 条(a)項に規定されているように、登録届出書の作成に関与した者に幅広く責任を負わせる規定となっているため、発行者が破綻したからといって証券購入者が証券法 11 条にもとづく責任追及をなしえなくなる状況は想定しにくい。証券法 12 条(a)項 2 号は同法 11 条を補完する規定として意義は小さい。

証券法 12 条(a)項 2 号は、重要事項⁷⁴に関する虚偽記載等のある目論見書に対して責任を課すと同時に、重要事項に関する虚偽表示等のある口頭通信に対しても責任を課している。12 条(a)項 2 号にもとづいて責任を負う口頭通信は目論見書に関する口頭通信と解されているが⁷⁵、責任を負うべき口頭通信の内容は、「重要事項に関して事実と異なる」と「誤解を避けるため必要な重要事項を省略している」とものであり⁷⁶、その具体的な内容について目論見書に一致させることは要求されていない⁷⁷。このような性質の口頭通信に対して発行

⁷³ 証券法 11 条の責任を負う者のうち、発行者以外にはデューデリジェンスの抗弁が認められる（11 条(b)項）

⁷⁴ 重要事項とは、合理的な投資者が投資判断に行う際に、重要と考える事実のことをいうと解されている。TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 96 S.Ct. 2126, 48 L.E.d.2d 757 (1976); Basic Inc. v. Leinson, 485 U.S. 224, 108 S.Ct. 978, 99 L.Ed.2d 194 (1988) 参照。TSC 判決は、委任状勧誘に関する規則 14e-9 の重要性の要件について示した事例であるが、この概念は、証券規制全般にわたって適用されている。Hazen, supra 22, at 133

⁷⁵ Gustafson 判決（本章第一節第三款）参照

⁷⁶ 本文に記述した内容以外にも、当該口頭通信が詐欺的な内容であると認められた場合には、証券法 17 条において禁じられている。

⁷⁷ 目論見書がその作成された時点における発行者の状況を正確に表すものであると考えると、「重要事項に関して事実と異なる」とは、「重要事項に関して目論見書の内容と異なる」と読み替えることは可能かもしれない。このように考えると、口頭通信の内容と目論見書の内容は間接的な一致が求められていることとなるが、このように考えたとしても、証券法 12 条(a)項 2 号が責任を課す口頭通信における虚偽表示等は、「重要事項に関して」であ

者が責任を負うべき根拠は何ら存在しないので、口頭通信については、その口頭通信によって証券の売付申込を行った者および売付を行った者だけが責任を負う。12条(a)項2号の意義は、証券購入者が11条にもとづいて責任追及をなし得ない口頭通信における虚偽表示等に対して、責任追及をなしえるということであろう。

第二款 12条(a)項2号に関する判例

(1) Dale 事件⁷⁸

本件は、虚偽記載等のある目論見書によって証券の売付を行った Henry P. Rosenfeld に対して、証券購入者である David B. Dale が証券法 12 条 2 号（当時）にもとづき損害賠償請求を行った事案である。本件において争点となったのは、当該記載について正確な情報を確認する手段は存在し、その手段について目論見書に記載されていたため、証券購入者は正確な情報を確認することを要求されるのかという点であった⁷⁹。この点について、第二巡回裁判所は「他で真実の情報を入手するという事は、目論見書での不真実または誤解を招く不開示の言い訳となるものではない」と判示し、被告の主張を退けた⁸⁰。

本判決は、証券購入者が目論見書の記載について正確な情報を入手するために目論見書以外の情報源を調査する必要性を否定したものであるが、口頭通信の表示についても、本判決の射程が及ぶのかが問題となる。証券法 12 条 2 号の責任は信頼を要求されない厳格なものであり、証券購入者は当該表示が虚偽表示等であることについて知らない限りにおいて救済される。証券法 12 条 2 号の文言において目論見書に対して課される責任と口頭通信に対して課される責任の要件に差異はないため、証券法 12 条 2 号の厳格な責任は、その表示が目論見書によってなされたものであろうとも、口頭通信によってなされたものであろうとも、そのような表示によって証券の売付申込を行った者または売付を行った者に対して同様に課せられるであろう。したがって、本判決の射程は口頭通信に対しても及ぶと考えられる。

(2) Sanders 事件⁸¹

本件は、Nuveen & Co., Inc (以下、「Nuveen」)を通して Winter & Hirsch, Inc. (以下、

るため、口頭通信の内容を記載事項に関して詳細に規定された法定目論見書の内容と完全に一致させることは要求されていない。

⁷⁸ Dale v. Rosenfeld, 229 F.2d 855, 858 (2d Cir, 1956)

⁷⁹ 当該証券の引受がベストエフォート方式でなされたものであるにもかかわらず、目論見書における記載は確約方式の引受であると読み取れるような記載がなされており、さらに、目論見書には「引受合意書の内容は引受人の事務所において確認できます」との記載がなされていた。

⁸⁰ その根拠として、「そのよう簡単な方法で発行者や引受人が誤誘導的な目論見書のリスクを回避できるのならば、完全開示を要求した立法の目的が埋没し、法はほとんど役に立たないものになる」と述べている。

⁸¹ Sanders v. John Nuveen & Co., Inc., 619 F.2d 1222, 1229 (7th Cir. 1980)

「WH」)の無担保約束手形(以下、「WH証券」)を購入した者の原告集団が、WH証券の売付に際して Nuveen が作成し使用した「コマーシャルペーパーレポート」における虚偽記載について証券法 12 条 2 号(当時)にもとづき Nuveen に対して責任を追究した事案である。「コマーシャルペーパーレポート」は WH の財務書面にもとづいて作成されたものであったが、WH の財務書面はその書面についての監査を行う公認会計士が黙認した虚偽記載がなされたものであった⁸²。WH は WH 証券発行の 7 ヶ月後にデフォルトし、WH の資産は債権者によって差し押さえられており、WH 証券購入者に対しては WH 証券の額面の 3 分の 2 程度の額しか償還されなかった。Nuveen の作成した「コマーシャルペーパーレポート」が目論見書であること、及びその記載が虚偽表示等であることについては争いがなかったものの、Nuveen は WH 証券の購入に際して当該レポートを受取っていない者に対して目論見書によって証券の売付申込を行った者もしくは売付を行った者にあたるのかという点が問題となった⁸³。この点について、第七巡回裁判所は、「条文における『によって (by means of)』という文言は虚偽記載等と証券の購入の間に一定の因果関係を要求しているけれども、証券法 12 条 2 号は買主の虚偽記載等に対する信頼にかかわらず責任を課している」としたうえで、「虚偽記載等の有る目論見書や口頭通信を受領したことの証明を要求することは、買主が証券購入の決定において情報を信頼したことを示すためではなく、売主が虚偽表示等のある通信によって証券を売付けたということを示すためのものである」と判示した。さらに、1933 年証券法の法案に関する議会の報告書を引用して、民事責任規定である証券法 11 条と同法 12 条における表示は証券の売付に関して発せられたものであるということを明らかにし、証券法 12 条 2 号の文言は虚偽記載等の有る目論見書を買主が受領したことを証明する必要はないことを示していると第七巡回裁判所は判示した。

(3) MidAmerica 事件⁸⁴

本件は、証券投資の勧誘を行った者が、その証券購入者に対して虚偽等のある口頭の通信を行なった場合に、証券法 12 条 2 号(当時)にもとづく損害賠償責任を負うと判示した事案である⁸⁵。

⁸² 42 名の原告集団のうち、3 名が WH 証券の購入前にレポートを受け取ったことが明らかであり、2 名がレポートを受け取ったことは明らかであるがその受領は WH 証券購入の前であるかについては不明であり、WH 証券の購入前にレポートを受け取ったことが明らかでない 3 名を含めて 9 名が WH 証券購入に際して Nuveen のセールスマンから直接その証券についての口頭の説明を受けた(口頭の説明を受けたことの証明はない)ことが明らかであった。

⁸³ 他にも、Nuveen は証券法 12 条 2 号の責任が免れる注意義務を尽くしたという点、原告集団が当該虚偽記載等を知らなかったといえるのかという点が問題となった。

⁸⁴ MidAmerica Federal Savings & Loan Association v. Shearson/American Express, Inc., 886 F.2d 1249 (10th Cir.1989)

⁸⁵ 原告 MidAmerica は 1979 年頃から被告 Shearson を通じて証券取引を行っており、本件において問題となった取引が発生した 1983 年時点において、Shearson は MidAmerica の

第十巡回裁判所は、証券法 12 条 2 号（当時）の責任は口頭による表示と書面による表示のいずれの虚偽表示等に対しても負うものであり、口頭による表示と書面による表示は証券法 12 条 2 号の責任に関して代替的なものであるため、特に口頭による表示によって取引が誘因された場合においては、目論見書を優先するというものではないと判示した。すなわち、第十巡回裁判所は、証券法 12 条 2 号における議会の意図が目論見書における不完全な開示が存在する場合にのみ証券の売主に対して責任を負わせるというものであったなら、口頭による表示と書面による表示の両方に責任を負わせるような規定にしなかったとしたうえで、証券法 12 条 2 号の責任の判断において虚偽等のある口頭による表示が虚偽等のない目論見書の記載に優先されうることを示した^{86,87}。また、証券法 12 条 2 号は証券購入者に信頼を要求していないため⁸⁸、証券購入者は売主の不公正取引についても表示の正確性についても調査する必要はなく、一般に、原告は『不実開示等について知らなかった』ということだけを証明することが要求されると判示した^{89,90}。さらに、本件において、売主は虚

証券投資の 3 分の 2 から 4 分の 3 程度を扱っていた。

MidAmerica は短期資金の運用を Shearson の販売員に相談したところ、GNMA ユニットトラストを勧められた。Shearson の販売員は GNMA（米国住宅抵当金庫）ユニットトラストが、MidAmerica が以前投資したことのある GNMA と同様に取引でき、GNMA よりも MidAmerica のニーズにあっていると説明したが、その勧誘には十分な根拠がなかった。GNMA ユニットトラストは、発行回数の異なる GNMA 数種類をパッケージしたものであり、最低投資金額が 2 万 5000 ドルの GNMA に投資できない小口投資家向けのものであった。さらに、GNMA ユニットトラストは、GNMA とは異なり、大口投資家に対する購入価格の割引がなく、1.5% から 3% の取引手数料が必要であったが、これらの重要な差異について MidAmerica は何ら説明をうけなかった。1983 年 1 月 12 日に、MidAmerica は GNMA ユニットトラストに 1000 万ドルの買付を行い、買付後に目論見書が交付されたが、その時点において GNMA ユニットトラストの買付を決定した MidAmerica の運用担当者は退職していた。

⁸⁶ 本文記載の争点以外にも、本件における口頭による表示が証券法 12 条 2 号と同旨のオクラホマ州証券法 408 条(a)項 2 号違反にあたるか、Shearson の行為が信認義務違反に当たるか等に検討された。

⁸⁷ 被告 Shearson は、責任の判断において書面は口頭による表示に優先されるという一般原則（*Acme Propane Inc. v. Tenexco, Inc.*, 844 F.2d 1317, 1322 (7th Cir.1988)）にもとづいて、「証券法は、発行者が表示を書面でなすように誘導していることが企図されており、権威付けられたディスクロージャーとして書面の使用は明確性を確保し、同時に証券法の企図の達成を図っている」とした *Teamsters Local 282 Pension Trust Fund v. Angelos*, 762 F.2d 522, 533 (7th Cir. 1985) を引用し、一般的に書面による表示は口頭による表示よりも優先されると主張したが、その事案は規則 10b-5 に関する事案でたため退けられた。しかし、*Ambrosino* 事件においては、同じ判決を引用して、12 条(a)項 2 号の責任において書面による表示は口頭による表示に優先するとの結論を導いている。

⁸⁸ *Sanders v. John Nuveen & Co., Inc.*, 619 F.2d 1222, 1229 (7th Cir. 1980); *Hill York Corp. v. American Int'l Franchises, Inc.*, 448 F.2d 680, 696 (5th Cir. 1971); *Loss = Seligman*, supra 21, at 4202

⁸⁹ *Currie v. Cayman Resources Corp.*, 835 F.2d 780, 783 (11th Cir. 1988); *Junker v. Croy*, 650 F.2d 1349, 1359 (5th Cir. Unit A 1981); *Sanders v. John Nuveen & Co., Inc.*, 619 F.2d 1222, 1229 (7th Cir. 1980); *In re Olympia Brewing Co. Sec Litig.*, 612 F. Supp. 1367

偽等のある口頭による表示を買主が信じているということを認識しながら証券の購入を誘因したのであるから、売主は買主が購入する前に虚偽表示等を正す義務があると示した⁹¹。

(4) Carr 事件⁹²

本件は、投資の勧誘を行った者が、本件は、証券投資の勧誘を行った者が、その証券購入者に対して虚偽等のある口頭の通信を行なった場合に、証券法 12 条 2 号（当時）にもとづく損害賠償責任を負わないと判示した事案である^{93,94}。

第七巡回裁判所は、本件判決において、「もし教養のある者が簡単な文書で『この投資は危険である』と書かれた文書を受取り、他方、文書を交付した者が口頭で『この投資は安全である』と言ったとしても、文書を受取った者の文書を交付した者に対する損害賠償の請求は認められない」という、不法行為法の基本原則を引用し、原告の請求を棄却した。この原則は、投資を含め、商品やサービスの売主に根拠のない不法行為訴訟から保護するために必要とされるものである。もし、大文字で際立った字体で“危険な”投資であることを警告する文書によって、責任を免れ得ないのであるならば、売主が記録されていない会話の内容について絶えず不安を覚えることとなるだろう。

もっとも、原告に交付された目論見書は 427 頁にも及ぶ文書であったため、第七巡回裁判所は、そのような法律文書を詳細に調べることは合理的でないということについては認めた。しかし、組合投資に対する申込同意書は、わずか 8 頁の文書であり、「高いリスクを伴う投機的な投資である」明快な警告がなされていたことを指摘し、原告の請求を棄却した。

第三款 小括

証券法 12 条(a)項 2 号は、「重要事項に関して事実と異なる記載が行われており、若しくはそれが作成された状況に鑑み記載内容について誤解を避けるために必要な重要事項を省

(N.D.Ill. 1985)

⁹⁰ 判決において、このような証券法 12 条 2 号の要件は売主に過度な負担を課すものではないだろうとしているものの、その理由は述べられていない。

⁹¹ もっとも、本件においては、MidAmerica の運用担当者が退職したということと Shearson が知ると同時に、目論見書を交付しただけでは不十分であるとしている。

⁹² Carr v. CIGNA Securities, 95 F.3d 544(7th Cir. 1996)

⁹³ 原告 Carr は、1984 年に被告 CIGNA Financial Advisors, Inc. (以下、CIGNA) が作成した商業用不動産投資有限責任組合の持分を 45 万ドル購入した。CIGNA のセールスマンは、「その組合は安全であるので保守的な投資である」と言ったが、結果として、投資した全額を失った。投資に際して、Carr は「この投資は危険である」と記載された投資リスクを開示した目論見書が渡されたが読まなかった。CIGNA セールスマンは、Carr が目論見書を理解できないことを認識して、その内容を説明したが、目論見書の内容が自分の言ったことに反しているとは説明しなかった。

⁹⁴ 本件においては、証券法 12 条 2 号にもとづく請求のほかに、Carr と CINGA のセールスマンは信認関係にあったとし信認義務違反の主張もなされた。

略している目論見書もしくは口頭通信」⁹⁵によって証券の売付もしくは売付申込を行った者は、証券購入者に対して損倍賠償責任を負う。ただし、証券購入者が当該虚偽表示等を知っていた場合は、責任を免除される。また、そのような売付もしくは売付申込を行った者には、正当な注意を払ったにもかかわらず知ることができなかつたとの抗弁が認められる。証券購入者は、虚偽記載等のある目論見書によって証券の売付を行われた場合、発行者等に対して証券法 11 条の責任を追及することも可能であるので、証券購入者が当該虚偽表示等から生じた損害を回復するという意味においては、証券法 12 条(a)項 2 号は口頭通信における虚偽表示等に対しても責任を課するという意味が重要と考えられる。

Gustafson 判決によると、12 条(a)項 2 号の「目論見書」は 10 条の「目論見書」と同義であり、12 条(a)項 2 号の「口頭通信」は 10 条の目論見書に関する口頭通信であるため、ともに登録届出書の届出が要求される証券の発行に関して情報を提供するものである。重要であるか否かの判断はともかく、10 条の目論見書は記載事項が詳細に規定された目論見書であるため、当該目論見書における表示が虚偽記載等であるか否かの判断は比較的容易であると考えられる。これに対して、口頭通信の場合には、その表示すべき内容が規定されていないため、12 条(a)項 2 号の責任が課される口頭通信の判断が不明確である。したがって、目論見書によって情報提供がなされた場合には、投資者に対して投資判断にとって必要な情報が正確に提供されていると考えやすいが、口頭によって情報提供がなされている場合には、必ずしも正確な情報が提供されていると考えられないだろう。

Sanders 判決は、12 条(a)項 2 号の責任は信頼を要件としていないため、証券購入者は当該記載が虚偽等であることを知りさえしなければ 12 条(a)項 2 号によって虚偽表示から保護されうることを示した。また、Dale 判決は、他に正確な情報を入手しうるとしても、証券購入者は虚偽表示等から保護されうることを明らかにした。これらの裁判例は、目論見書に関する裁判例であるとはいうものの、口頭通信についても同様に解することができるであろう。したがって、目論見書において正確な記載がなされていようとも、口頭による表示が虚偽でさえあれば、当該口頭通信は 12 条(a)項 2 号の責任を負いうるということになりそうである。しかし、12 条(a)項 2 号が責任を課す口頭通信は、重要事項に関して事実と異なるもの、もしくは口頭通信がなされた状況にかんがみて内容について誤解を避けるために必要な重要事項を省略しているものであるため、正確ではない口頭通信が 12 条(a)項 2 号の責任を負うか否かの判断につき、重要性の判断がなされる。前述の MidAmerica 判決と Carr 判決は、いずれも正確でない表示がなされた口頭通信と正確な記載がなされた目論見書が並存した事案についてのものであり、MidAmerica 判決においては正確でない表示がなされた口頭通信に対して 12 条(a)項 2 号の責任を負わせたのに対し、Carr 判決においては

⁹⁵ Any person who—
by means of a prospectus or oral communication, which includes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading

同様の口頭通信に対して責任を負わせなかった。一見これらの判決は矛盾するように思えるが、提供された情報を総合的に勘案した結果として当該口頭通信に対して 12 条(a)項 2 号の責任を判断したという点で共通している⁹⁶。MidAmerica 事件において証券購入者に対して目論見書は交付されているとはいうものの、その交付は証券購入後であって投資判断に影響を与えるものではなかったため、口頭通信に対する 12 条(a)項 2 号の責任が認められたのに対し、Carr 判決においては、証券購入前に口頭通信と正反対の事項が記載された目論見書が交付されているというだけでなく、証券申し際して交付された申込同意書においても同様に口頭通信と正反対の事項が記載されていたため、当該口頭通信に対する 12 条(a)項 2 号の責任が認められなかった。もっとも、Carr 判決においても、証券購入者が目論見書のすべてを読むことまでは要求していないため、目論見書においてなされた口頭通信と正反対の記載が際立ったものであったことと、申込同意書においても同様に際立った記載がなされていたことが、12 条(a)項 2 号の責任を排除した理由と考えられる⁹⁷。

これらの裁判例に従うと、口頭通信においても虚偽表示等が存在すれば直ちに 12 条(a)項 2 号の責任を負い得るが、実際に 12 条(a)項 2 号の責任を負うか否かについては、他に提供された情報も勘案して当該虚偽等の有る口頭通信が重要であるならば責任を負うとの判断がなされそうである。さらに、重要性の判断においては、証券購入者が目論見書を読むことまでは期待されないが、目論見書において口頭通信と異なる記載がなされている場合には、当該口頭通信の虚偽表示等については責任が認められないといえそうである。もっとも、このことは投資者が事後的に虚偽表示等から救済されうることではなるが、正確な情報が提供されているということではない。

⁹⁶ MidAmerica 判決において、「目論見書の使用と口頭の通信は、代替的な関係にある。したがって、目論見書に不相応に重点を置くことも、口頭の表示に対して簡単な賦課を課すことも、適当ではない」と示されている。

⁹⁷ 本判決において第七巡回裁判所が不法行為法の基本原則を引用していることから、目論見書において口頭通信と正反対の記載が際立った字体でなされたならば、直ちに口頭通信の虚偽記載等を治癒することとなりそうである。この判決は、明らかに Dale 判決と矛盾する。確かに、証券法は登録届出書の届出が要求される証券に関する投資判断の決定は目論見書に委ねているとはいうものの、目論見書よりも口頭通信を軽視しているわけではない。口頭通信に対しても証券法 12 条(a)項 2 号の厳格な民事責任を課していることがその現れである。本判決を推し進めると、証券法 12 条(a)項 2 号が口頭通信に責任を課した意義が失われてしまうため、目論見書における際立った字体でなされた口頭通信と正反対の記載は、証券購入者に対して注意義務を生じさせると解することが適当と考える。

本判決に先立ち、同裁判所は、Ambrosino v. Rodman & Renshaw, Inc., 972 F.2d 776(7th Cir.1992) 事件において、同様に不法行為法の基本原則を引用し、目論見書と異なる虚偽の口頭通信に対する原告の主張を退けている。Hazen, 22, at 371 においても、この事案が目論見書における正確な記載が口頭通信における虚偽表示等を是正した裁判例として取り上げられているが、この事案においては虚偽の口頭通信がなされた事実が認定されていない。

第三節 ロードショー

第一款 概観

ロードショーとは、募集を行う証券の募集価額の決定等の市場調査を行う場であり、通常、待機期間に機関投資家やポートフォリオマネージャー等に対して行われる⁹⁸。引受人が発行会社の経営者を紹介した後に、経営者が会社やその業種の基本的情報や募集の基本的情報を提供し、最後に、投資者と経営者との質疑応答が行われる⁹⁹。ロードショーは、募集の規模や性格に応じて、数日から数週間にかけて国内外で開催される¹⁰⁰。ロードショーは、発行会社への興味を喚起し投資者との長期的な関係を生み出すための最善のものであると考えられている¹⁰¹。

最初にロードショーが行われたのは1970年代であるが、当初は、広範な販売網を有していない投資銀行が、証券の需要を喚起する限られた能力を有効活用するために行われたものであった¹⁰²。したがって、当時のロードショーは開催期間が一週間程度の短いものであり、開催地域も限られたものであった¹⁰³。しかし、証券産業が発展するにつれて、ロードショーの開催は三週間以上に及ぶこともあり、全米中の多くの都市や海外でさえも行われるようになった¹⁰⁴。さらに、初期のロードショーはグループミーティングの形式で行われていたが、発行会社やその募集についての理解を深めるために、次第に発行会社の経営者と機関投資家等との一対一の形式で行われるようになった¹⁰⁵。一対一の形式で行われるロードショーには、プレゼンテーションの回数の増加により日程の調整が困難になる、移動のための時間や費用が増える等の短所があるが、投資者の興味に応じた質疑応答を行うことができる等の長所があり、多くの投資者は質問に対する回答を独占するために一対一形式のロードショーを希望した¹⁰⁶。

一方、インターネットの普及や情報通信技術の発展により、インターネットを利用して

⁹⁸ Coffee= Seligman, *supra* 41, at 132

⁹⁹ Stephen J. Schulte, *IPO Road Shows Today: A Primer for the Practitioner*, 28th Annual Institute on Securities Regulations 101, 102 (1996)

¹⁰⁰ Linda C. Quinn & Otilie L. Jarmel, *The Road Less Traveled: The Advent of Electronic Roadshows*, at 3

¹⁰¹ Linda C. Quinn & Otilie L. Jarmel, *Securities Regulation and the Use of Electronic Media* (1998) (original source not listed), reprinted in Harvey L. Pitt, *Advanced Law Workshop* (1998) at 380

¹⁰² Schulte, *supra* note 99, at 103. 他方、Coffee=Seligman, *supra* note 41, at 132 では、証券法 11 条の「合理的な調査」基準を満たすために、募集に参加する引受人のデューデリジェンスの手段として発展したとされており、時が経つにつれて、機関購入者のアナリストが上級経営者にインタビューする機会を使用するようになり、(明示または黙示の)将来の収益や株価のパフォーマンスの予想を要求するようになったので、市場調査の機能が、デューデリジェンスの機能に優先するようになった、との見解もある。

¹⁰³ Schulte, *supra* note 99, at 103

¹⁰⁴ *id.* at 105

¹⁰⁵ *id.* at 100

¹⁰⁶ *id.* at 108, 109

ロードショウを行う、いわゆるインターネットロードショウが行われ始めた¹⁰⁷。インターネットロードショウは、単にインターネットを利用して伝統的なロードショウに参加できるというだけのものであるが¹⁰⁸、投資者は時間や場所を問わずに参加が可能であり、電子メールを利用することにより質疑応答を行うことも可能であるため¹⁰⁹、インターネットロードショウは従来の一対一形式で行われるロードショウの長所を生かし短所を補うものであるといえるであろう。

第二款 ロードショウに対する SEC の対応と残された課題

電磁的媒体を利用しない伝統的なロードショウにおける表示は、文書等の書面を交付しない限り口頭の通信でしかないので、証券法 2 条(a)項 10 号の目論見書にはあたらない。したがって、ロードショウにおける表示は、不公正取引禁止規定の適用はあるというものの、証券法 10 条を満たす必要はないと考えられてきた¹¹⁰。

電磁的技術の発展に従い¹¹¹、電磁的媒体を利用した情報提供は書面による表示と口頭による表示のいずれにあたるかが不明確であるため、証券法 2 条(a)項 10 号の目論見書にあたるのが問題となった¹¹²。この問題に関して、1997 年 5 月に、SEC は Private Financial Network (以下、「PFN」) に対するノーアクションレターを発行した¹¹³。PFN は SEC に対して、閉回路テレビ (closed circuit television) を経て、実時間ベース (real time base) と待時ベース (delayed-time base) の両方でロードショウを配信することを求めた¹¹⁴。PFN の見解によると、証券法 2 条(a)項 10 号の目論見書の定義におけるラジオとテレビへの言及は、情報を頒布することに対して言及しているのであり、議会の関心は管理された配信に対するものではなく広く大衆に向けられた大規模通信に対するものであったことは明らか

¹⁰⁷ Brian C. Eddy, *It's Time To Open the Door for the Retail Investor*,

¹⁰⁸ Henrique de Azevedo Ferreira Franca, *Legal Aspects of Internet Securities Transactions*, 5 B.U.J. Sci & Tech. L. 4, para. 8 (1999)

¹⁰⁹ Brian, *supra* note 107, at 877

¹¹⁰ *id.* at 873

¹¹¹ John C. Coffee, *Brave New World?: The Impact(s) of the Internet on Modern Securities Regulation*, 52 Bus. Law. 1195, 1204 (1997). この論文において、Coffee は、新しい情報技術が証券産業に導入されることは不可避であるとの前提に立ったうえで、証券産業への新しい情報技術の導入と投資家保護は利害対立の関係にあり、この対立を適切に解決するためには、従来の証券規制を抜本的に変革しなければならないとも考えられたようである。

1995 年、1933 年法リリース (Use of Electronic Media for Delivery Purpose, Securities Act Release No. 33-7233, 60 Fed. Reg. 53,458 (Oct. 6, 1995)) において、SEC は証券産業における電磁的媒体の利用を認めた。同リリースにおいて SEC は、情報技術の発展によって生じる証券産業における利害対立を認めたとうえで、これまでの紙面による方法より電磁的媒体は迅速かつ低コストで多くの者に情報を頒布できるとし、投資者の情報へのアクセス・調査・情報分析能力を高めるために電磁的媒体の使用を促進することを示した。

¹¹² Coffee=Seligman, *supra* 41, at 134

¹¹³ Private Financial Network, 1997 SEC No-Act. LEXIS 406 (March 12, 1997)

¹¹⁴ PFN No-Action letter, *supra* 113

である¹¹⁵。したがって、電磁的ロードショウの配信が資格を与えられた機関投資家のみに対して行われるものであるならば頒布にはあたらないため¹¹⁶、適正に構築された電磁的ロードショウの配信は、証券法における目論見書ではないと PFN は結論付けた¹¹⁷。SEC は、PFN の結論を是認し、電磁的ロードショウの配信は口頭の通信と同等のものであり証券法における目論見書の交付とは見なされないとの見解を示した¹¹⁸。PFN に対するノーアクションレターはインターネットを利用したロードショウを認めたものではないが、電磁的媒体を利用した通信が一定の場合には目論見書にあたらぬ判断することによって、投資者との通信のための電磁的媒体の使用を促進するという SEC の政策を明らかにし、引受人が電磁的通信技術を利用することに対する先駆けとなった¹¹⁹。

PFN に対するノーアクションレターにつづいて、SEC は Net Roadshow, Inc. に対するノーアクションレターにおいてインターネットを利用したロードショウを配信することを認めた¹²⁰。それ以降 1997 年から 1999 年にかけて、SEC は電磁的媒体を利用したロードショウを認める四通のノーアクションレターを発行しているが¹²¹、いずれも機関投資家等の資

¹¹⁵ *id.*

¹¹⁶ PFN ノーアクションレターによると、資格を与えられた機関投資家の数は 100 人未満とされている。

¹¹⁷ PFN No-Action letter, *supra* 113

¹¹⁸ *id.*

¹¹⁹ Quinn=Jarmel, *supra* note 101, at 380

¹²⁰ Net Roadshow, Inc., 1997 SEC No-Act. LEXIS 864 (September 8, 1997)。ただし、その配信は資格を与えられた投資家に対してのみ行われ、パスワードでプロテクトされるものでなければならなかった。

¹²¹ この間に発せられた電子的媒体を利用したロードショウに関するノーアクションレターは、以下のものがある。

Bloomberg, L.P., 1997 SEC No-Act. LEXIS 1023 (December 1, 1997)
実時間ベースと待時ベースの両方で、閉回路マルチメディアシステムを利用したロードショウを配信することを認めた。

Net Roadshow, Inc., 1998 SEC No-Act. LEXIS 107 (January 30, 1998)
規則 144A に基づく募集に関し、資格を与えられた投資家にインターネットロードショウの配信を認めた。

Thomson Financial Services, Inc., 1998 SEC No-Act. LEXIS 837 (September 4, 1998)
インターネットと閉回路システムを利用した、実時間ベースと待時ベースの両方でロードショウを配信することを認めた。しかし、パスワードによってプロテクトされ、配信の対象は資格を与えられた投資家に限定された。

Activate. net Corporation, 1999 SEC No-Act. LEXIS 766 (September 21, 1999)
要求配信ロードショウ (on-demand road show) を配信するサービスを認めた。この配信も、パスワードによるプロテクトが義務付けられていたため、対象は資格を与えられた者に限定されており、その資格は個人投資家には与えられなかった。

Quinn=Jarmel, *supra* note 100, at 238 によると、Net Roadshow に対する 1998 年 1 月 30 日のノーアクションレターを例外として、SEC は四つの基準にしたがって、当該ロードショウが証券法 2 条(a)項 10 号の目論見書にあたるかを判断している。その判断基準とは、()資格を与えられた投資家のみが電子的ロードショウへのアクセスが可能である、()ロードショウの視聴者が目論見書の受理を確実にすること、()ロードショウの内容に、投資

格を与えられた投資者のみに対して配信することを認めたものであり、個人投資家がロードショウの配信を受けることは認められなかった¹²²。

個人投資家がインターネットロードショウに参加することを最初に認めたのは、1999年11月に Charles Schwab & Co., Inc. に対して発行されたノーアクションレターである¹²³。このノーアクションレターにおいて、SEC は、Charles Schwab & Co., Inc が特定の個人顧客¹²⁴に対してインターネットロードショウを配信することに対し、それまでのノーアクションレターと同様に、特定の個人顧客に対してのみ行う配信は証券法2条(a)項10号の目論見書にはあたらぬと結論付けた¹²⁵。ただし、個人投資家に対してインターネットロードショウを配信する前提として、Charles Schwab & Co., Inc が引受人の一社である確約方式 (firm commitment) の登録 IPO (initial public offering) に限られる、インターネットロードショウへのアクセスはパスワードによるプロテクトされ、Charles Schwab & Co., Inc の特別部門 (Signature Service) の顧客に限られるという条件を満たさなければならなかった¹²⁶。さらに、2000年2月、SEC は前記の同社に対するノーアクションレターの内容を明らかにすることが適当と考え、再度、同社に対してノーアクションレターを発行した¹²⁷。このノーアクションレターにおいて、SEC は個人投資家へのインターネットロードショウの配信に関する条件に、他のロードショウにおいて重要と考えられる情報を削除してはならない、配信のための記録は、一回のロードショウのみしか行ってはならない、電磁ロードショウの内容は、当該募集の法定目論見書の内容と一貫していなければならない¹²⁸、という三つの条件を加えた^{129,130}。

このように、1997年の PFN に対するノーアクションレター以降、SEC はインターネッ

者が詳細情報を得るために目論見書を参照しようと思わせる内容が組み込まれている、()ロードショウにアクセスできる回数が制限されている、と考えられる。

¹²² Schulte, *supra* note 99, at 119

¹²³ Charles Schwab & Co., Inc., 1999 SEC No-Act. LEXIS 903 (November 15, 1999)

¹²⁴ Charles Schwab & Co., Inc. に対するノーアクションレターは、適格投資家であるし自然人がインターネットを利用して行われるロードショウに参加することができることを認めたものであった。SEC 規則 501 によると、自然人の適格投資家基準は、「総資産が100万ドル超である者」(SEC 規則 501(a)(5))、「直近過去2年の年収がいずれも20万ドル超である者、もしくは配偶者とあわせて30万ドル超である者」である (SEC 規則 501(a)(6))。すなわち、このような投資家は、証券法における投資者保護規定を必要としない、銀行等と同様に、知識と経験を有する洗練された投資家であると考えられている。

Coffee=Seligman, *supra* 41, at 417 参照

¹²⁵ Charles Schwab & Co., Inc., 1999 SEC No-Act., *supra* 123

¹²⁶ *id.*

¹²⁷ Charles Schwab & Co., Inc., 2000 SEC No-Act. LEXIS 194 (February 9, 2000)

¹²⁸ 一貫した内容に関して具体的な指針はない。

¹²⁹ Charles Schwab & Co., Inc., 2000 SEC No-Act., *supra* 127

¹³⁰ Charles Schwab & Co., Inc. に対するノーアクションレターにおいて一部の個人投資家に対するインターネットロードショウの配信は認められたが、前掲注(121)における電磁的ロードショウを認めるための判断基準に変更はないと考えられる。

ロードショウ等の電磁的媒体を利用したロードショウの配信を認めているとはいうものの、その配信は限られた者に対してのみしか認められなかった。このような限られた者への配信を認めるという措置は、証券法 2 条(a)項 10 号の目論見書の解釈に親和的である¹³¹。このような措置は、ロードショウが一般的な個人投資家を混乱させるような売込みや誇大広告を含むような内容になることや、電磁的媒体を利用したロードショウが目論見書よりも一般的な情報収集手段になることに対する、SEC の懸念に起因するものと考えられる¹³²。しかし、このような懸念に対する解決策として、重要情報を伝達するロードショウを機関投資家のみに対して配信するという措置は、過度に温情主義的なものであり望ましくない¹³³。また、そのような措置は、レギュレーション FD¹³⁴のもとでは明示的に許されているとしても¹³⁵、明らかに選択的開示である¹³⁶。

第三款 小括

証券の売付または売付申込において、口頭による情報提供は自由に行えるため、一堂に会した投資者に対して口頭によって発行会社や発行証券に関する情報提供をなすロードショウは、その場において提供される情報が証券法 12 条(a)項 2 号における虚偽等にあたらない限り¹³⁷、証券法における証券の分売に関する規制に抵触するものではないため、証券の分売において不可欠なものと考えられた。しかし、証券法における情報提供に関する規制

¹³¹ Gustafson 判決の証券法 2 条(a)項 10 号の解釈に基づくと、限られた者への配信のみを認めることによって、インターネットロードショウは証券法 2 条(a)項 10 号の目論見書にはあたらない。したがって、当該ロードショウにおける表示は、証券法 10 条を満たす必要がなく、自由になしうる。もっとも、ロードショウにおける表示が目論見書にあたらないとしても、不公正取引禁止規定の適用はある。

¹³² Coffee=Seligman, *supra* 41, at 135.この他にも、電磁的媒体を使用したロードショウの配信を機関投資家に限定すること問題視する見解がある。例えば、Greater Investor Outreach at the Click of a Mouse: Internet and Closed-Circuit Roadshows should Reach Retail Investors, Satu S. Svahn, 65 Brooklyn L. Rev. 249 (1999); Brian, *supra* note 107.
¹³³ *id.*

¹³⁴ 従来、米国においては、会社が情報を市場に浸透させるために、アナリストに情報を開示し、アナリストが情報を市場に流すという方法をとってきた。こうした方法は、特定のアナリストに情報の優位性を提供し、そのアナリストは情報が広く一般に公表される前にその情報から利益を上げることが可能であった。このような情報へのアクセスの不公平を是正することを目的に、2000 年、SEC はレギュレーション FD (17 C.F.R. § 243.100 - 243.103) を制定した。レギュレーション FD により、会社が第三者に優先的に開示を行うことは禁止され、また、優先的な開示を行った会社はすべての投資家が同じ情報にアクセスできるように速やかに公表措置をとらなければならない。Ratner= Hazen, *supra* 25, at 173

¹³⁵ 17 C.F.R. § 243.100(b)(2)(4)。もっとも、ロードショウにおける表示はレギュレーション FD の適用除外であるとはいうものの、信認義務違反が存在した場合、インサイダー取引を構成しうる。Coffee=Seligman, *supra* 41, at 132

¹³⁶ *id.* at 135

¹³⁷ Gustafson 事件に従うと、ロードショウが一对一形式で行われるものに関しては、証券法 12 条(a)項 2 号の責任すら負わない。ただし、SEC 規則 10b-5 にもとづく責任は負う。

は、口頭によってなされるものか書面によってなされるものかで区別されており、証券法の文言上、電磁的媒体を使用したロードショウがそのいずれにもあたらないため困難が生じた¹³⁸。直感的には、電磁的媒体を使用したロードショウにおける表示は書面による表示と同視されるように思われるが、そのように解すると実質的に電磁的媒体を使用したロードショウを認めないこととなる。証券の分売における電磁的媒体を使用したロードショウの有益性に鑑みた場合、そのように解することは望ましいことではないと考えられるため、SEC は PFN に対するノーアクションレターにおいて、Gustafson 判決における目論見書の意義にしたがって、広く頒布される性質のものでないならば目論見書にはあたらないと解することで、電磁的媒体を使用したロードショウにおいて提供される情報が法定目論見書の記載事項に従う必要はないという解決をした^{139,140}。PFN に対するノーアクションレター以降に発せられた電磁的媒体を使用したロードショウを認めるノーアクションレターにおいても、少数の投資者に対してのみ配信されるという点が重視されているようである。もっとも、電磁的媒体を使用したロードショウを認める基準に鑑みると¹⁴¹、必ずしも電磁的媒体を使用したロードショウが少数の者を対象にした情報の配信のみを認めていたというわけではなく、口頭による表示と同視しうるような試みもなされているようである¹⁴²。

確かに、Gustafson 判決にしたがうと、少数の者に対してのみ配信される電磁的媒体を使用したロードショウは、それが書面による情報提供と解したとしても、目論見書規制に従う必要はない。他方、少数の者に対してのみなされる開示を規制するものとしてレギュレーション FD がある。本質的にはレギュレーション FD の規制に服さなければならない少数の者に対する情報提供である電磁的媒体を使用したロードショウを、明示的にレギュレーション FD の適用除外としたことは、SEC が電磁的媒体を使用したロードショウの有益性を高く評価していることを表しているのかもしれない。このような措置は現行法のもとで電磁的媒体を使用したロードショウを認めるための苦肉の策といえるかもしれないが、レ

¹³⁸ 電磁的媒体を私用したロードショウにおける表示が書面による表示と解するならば、ロードショウにおいて提供される情報は法定目論見書の記載事項に従わなければならない。ちなみに、そのように解した場合、事前に法定目論見書（通常、ロードショウは待機期間に行われるため、仮目論見書若しくは要約目論見書）が交付されていたとしても、電磁的媒体を使用したロードショウにおける表示自体が法定目論見書の記載事項に従わなければならない。

¹³⁹ PFN に対するノーアクションレターにおいて、電磁的媒体による表示が書面による表示と口頭による表示のいずれにあたるのかについての回答はなされていないが、口頭による表示にあると解していたならば、Gustafson 判決の目論見書の意義に従う必要はなかったであろう。

¹⁴⁰ 同様に考えると、登録届出書の届出が要求される証券の発行において、発行会社や発行証券について記載された法定目論見書以外の文書であっても、それが少数の者に交付されるものであり、認められるはずである。しかし、Gustafson 判決以降、このような書面の交付が認められているかについては明らかでない。

¹⁴¹ 前掲注(121)参照

¹⁴² アクセスの回数を制限する措置は、口頭による表示と同視するためのものと考えられる。

ギュレーション FD を潜脱する可能性があることは否定できないし、また、そのような可能性があることによって市場への信頼を失わせる虞も生じうる。

第四節 証券規制における開示制度の議論および変遷

第一款 連邦証券法典(Federal Securities Code)

証券法は、公募が行われる証券に関し、投資者に対して十分に信頼できる情報を提供することを基本的な目的としている¹⁴³。したがって、証券法は公募が行われる発行者と証券についての情報を詳細に開示することを要求しており、公募において行われる売付ではない売付については開示を要求せず、さらに、既に市場で取引されている証券の発行者に対して情報を更新することも要求していない¹⁴⁴。他方、1934年取引所法は、SECに登録されていないブローカー・ディーラーが、取引所法のもと登録されていない証券を国立証券取引所において取引することを禁じることを目的とした立法されたものであるが¹⁴⁵、取引所法のもと登録された証券の発行者は定期的にSECに対して報告書を提出しなければならないため、証券法において開示されない発行者に関する現在の情報が開示される¹⁴⁶。しかし、このような証券法と取引所法との立法目的の差異により、両法が要求する情報開示には重複や矛盾が存在するため¹⁴⁷、1963年にSECは「証券市場に関する特別調査(Special Study of Securities Markets)」を行った¹⁴⁸。その調査を指導したMilton H Cohenは自身の論文¹⁴⁹において証券法と取引所法の統合を主張し、その主張は後の連邦証券法典の起草に大きな影響を与えた¹⁵⁰。

連邦証券法典の作成は、証券、ファイナンス、資本市場に関するすべての連邦法を統合することを試みるものであり、一義的には、様々な連邦証券規制を現代化し重複する規制を排除することであった¹⁵¹。1980年に連邦証券法典の起草が完成したが、その主要な改革の一つとして、募集もしくは取引登録(offering or transaction-based registration)では

¹⁴³ Ratner= Hazen, *supra* 25, at 35

¹⁴⁴ Harold S. Bloomenthal, *Securities Law Handbook* 3.01 (2001ed.) at 57

¹⁴⁵ *id.* 米国の証券市場は、ほぼ完全に国立証券取引所においてなされていた取引から OTC (over-the-counter) 市場に移行にしたので、連邦証券規制の範囲を拡大する必要が生じた。

¹⁴⁶ Milton H Cohen, *Truth in Securities Revisited*, 79 *Harv. L. Rev.* 1340-41 (1966)

¹⁴⁷ John S. D'Alimonte=Mary C. Carty=Thomas Finkelstein, *Securities law for the next millennium: A forward-looking statement: Securities law in the next millennium*, 75 *St. John's L. Rev.* 55 (2001)

¹⁴⁸ 本調査自体、両法の開示制度の統合を提案するものであったが、後の連邦証券法典に与える影響は、Loss = Seligman, *supra* 21, at 283 の記述によると Milton 論文のほうが大きかったようである。

¹⁴⁹ Milton, *supra* note 146

¹⁵⁰ Loss = Seligman, *supra* 21, at 283 この論文は、後述する 2004 年 11 月 3 日 SEC 規則改正提案にも影響を与えるものである。次節参照。Federal Register, *infra* 167, at 67394

¹⁵¹ 1 Federal Securities Code vii-viii (Am. L. Inst. 1980)

なく、会社登録(*company-based registration*)を規定したことがあげられる¹⁵²。起草者は、登録規定である証券法 5 条が証券規制の中心に存在することによって、規制が非効率であるのと同時に不必要に複雑になっているということを認識したため、会社登録を強制した^{153,154}。連邦証券法典のもとで登録された会社の証券のみが、国立証券取引所もしくはナスダックのいずれかへの上場が認められ、登録会社は取引所法の開示と同様の継続開示が要求される。登録会社が証券を発行する場合、現行証券法の登録届出書の代わりに売付申込届出書(*offering statement*)の届出が要求される。売付申込届出書とは目論見書と SEC が定めた財務情報、重要契約、その他の文書等様々な情報を含む届出書であり¹⁵⁵、売付申込届出書において開示が要求される情報は、登録会社が連邦証券法典のもとで登録されてきた期間によって異なる¹⁵⁶。

最終的に、従前の規制は非効率な場合があるとはいうものの 40 年以上保持されてきたこと自体が概して効率的な規制であったということを証明しており、そのような従前の規制を排除するほどには、連邦証券法典に対して SEC およびその他の団体からの支持が得られなかったため、制定にはいたらなかった¹⁵⁷。しかし、連邦証券法典に含まれていた多くの概念はその後の法や規則等の改正に引き継がれている。1977 年改正時に制定されたレギュレーション S-K¹⁵⁸は¹⁵⁹、証券法と取引所法の開示要件の統合を規定した¹⁶⁰。さらに、1982 年に SEC は、特定の登録者に対して、証券法の登録届出書に関して取引所法における報告書の一部を参照できる “ショート・フォーム(*short form*)” 登録届出書の使用を認める三層式登録制度を創設した¹⁶¹。このように、取引所法における開示の重要性と効率性に対す

¹⁵² D’Alimonte=Carty= Finkelstein, *supra* 147, at 55

¹⁵³ 1 Federal Securities Code, at xix-xx

¹⁵⁴ 会社登録の強制の対象は、1 億ドル以上の資産を有する会社または 500 人以上の株主を有する会社とされた。

¹⁵⁵ 1 Federal Securities Code, at xxviii

¹⁵⁶ *id.* at 246

¹⁵⁷ McDonough, *Death in One Act: The Case for Company Registration*, 24 *Pepp. L. Rev.* (1997) at 587

¹⁵⁸ 17 C.F.R. 229.1(2000)

¹⁵⁹ レギュレーション S-K の採用は連邦証券法典に起因しているけれども、直接の契機は “Wheat Committee” の報告書である。Disclosure to Investors, A Reappraisal of Administrative Policies Under the `33 and `34 Securities Act 55-62, 267-296 (La Salle St. Press, 1969); Advisory Comm. on Corporate Disclosure, 95th Cong., Report of the Advisory Comm. on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission (Comm. Print 1977) 参照

¹⁶⁰ Report of the Advisory Committee on Capital Formation and Regulatory Processes, [Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P85,834, at 88,404 (July 24, 1996)によると、SEC の資本形成規制手続小委員会 (Advisory Committee on the Capital Formation and Regulatory Processes) は統合開示制度を、会社ベース登録制度の開発への “先駆者” と呼んだ。

¹⁶¹ 証券の発行者を三つのレベルに分け、登録届出書および目論見書において開示すべき情報に区分を設けた。フォーム S-2 を利用できる発行者は、取引所法の下で 3 年間以上継続

る認識を高め、開示制度の簡略化の試みがなされたが、二重の開示制度が完全に排除されたわけではない^{162,163}。統合開示制度における、登録届出書および目論見書の記載について取引所法の下での報告書を参照することを認める概念は、後の一括登録制度¹⁶⁴へと発展した¹⁶⁵。

第二款 SEC 規則改正案¹⁶⁶ (2004 年 11 月 3 日提案)

2004 年 11 月 3 日、SEC は公募証券の発行開示制度を大幅に見直す一連の規則改正案(以下、「本規則改正案」)を発表した¹⁶⁷。1998 年 11 月に SEC は航空母艦提案(Aircraft Carrier Proposal)¹⁶⁸と称される同旨の規則改正案を発表したが、航空母艦提案が従前の開示様式

開示を行っている発行者である。発行者は、株主宛の最新の年次報告書を登録届出書および目論見書に含めることができ、また、SEC に提出されている最新の年次報告書をフォーム 10-k では参照する旨を記載する方法により、発行者自身に関する必要な情報の提供が認められた。フォーム S-3 は、取引所法の下で 12 ヶ月以上報告書を提出している発行者が、(a)優先証券の募集、既発行証券の売付および一定の特別な種類の募集の場合、および(b)公衆が保有する発行者の議決権付株式の時価総額が 7,500 万ドル以上であるときに持分証券の新規募集を行う場合に利用することができる。フォーム S-3 では、発行者は、登録届出書もしくは目論見書に発行者自身に関する情報を記載することが義務付けられておらず、単に直近の年次報告書をフォーム 10-K で参照する旨の記載を行うことが義務付けられているにすぎない。それ以外の場合には、フォーム S-1 により、従来どおりの詳細な情報開示を求める。Hazen, *supra* 22, at 133-140 参照

¹⁶² D'Alimonte=Carty=Finkelstein, *supra* note 147, at 57

¹⁶³ もっとも、三層式登録制度は、証券法と取引所法の開示要件を統合するにあたり、効率的資本市場仮説にもとづいたという点にも意義があると考えられる。Ratner=Hazen, *supra* 25, at 38 参照。効率的資本市場仮説とは (efficient capital market hypothesis, ECMH) 現実の証券市場が情報に対して効率的であると考えられる仮説である。効率的な市場とは、特定の証券と特定の情報の間で成立する関係のことであり、特定の証券の市場価格が、すべての者が当該証券に関する情報を等しく有している場合に決定される価格と等しい価格に決定されるような市場をいい、市場参加者が証券の価値について有する様々な見解にもとづいて集団的な投資決定の結果として成立する。Fama, *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *J. of Fin.* 383 (1970) 参照

¹⁶⁴ フォーム S-3 を利用できる発行者に対して、将来発行すべき証券について一括して登録届出書を提出することを認める制度である。一括登録制度を利用することによって、市場の状況に即応して低いコストで証券を発行することができる。Hazen, *supra* 22, at 174

¹⁶⁵ McDonough, *supra* 157, at 564. 効率的な市場が成立していると考えられるような大規模な発行者の証券に関しては、一定の場合に、発行時における開示すら要求されないという点で、統合開示制度以上に効率的資本市場仮説を採用したものと考えられている。Coffee=Seligman, *supra* 41, at 285-287

¹⁶⁶ SEC, Release No. 33-8501, *Securities Offering Reform*, November 3, 2004

¹⁶⁷ この内容および説明については、*Federal Register*, Vol. 69, No. 221 / Wednesday, November 17, 2004 / Proposed Rules, at 67392-67487 において確認できる。*Federal Register* は、SEC の Web サイトに掲載されている。

<http://www.sec.gov/rules/proposed.shtml>

¹⁶⁸ SEC, Release No. 33-7606A, *The Regulation of Securities Offerings*, November 13, 1998.

を抜本的に改めようとするものであったのに対し、本規則改正案は現行の様式を手直しする色彩を強めたものである¹⁶⁹。

本規則改正案において、登録届出書の届出前の情報発信に関する規制と、登録届出書の届出後の情報発信に関する規制について、改正が提案されている¹⁷⁰。登録届出書の届出後の情報発信に関する改正は、ほぼ全ての発行者に対して¹⁷¹、記載事項が法定されていない自由書面目論見 (free writing prospectus) の使用を認めるものである。自由書面目論見書

Merritt B. Fox, *Company Registration and the Private Placement Exemption*, 51 Case W. Res. 455 (2001); John S. D'Alimonte=Mary C. Carty=Thomas Finkelstein, A Forward-Looking Statement: Securities Law in the New Millennium, 75 St. John's L. Rev. 49 (2001); Greater Investor Outreach at the Click of a Mouse: Internet and Closed-Circuit Roadshows should Reach Retail Investors, Satu S. Svahn, 65 Brooklyn L. Rev. 249 (1999); Brian, *supra* 107; 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』(弘文堂、2004年)39頁-41頁 参照

従来の開示制度に与える影響の大きさから、このように呼ばれたようである。提案の内容は、証券募集についてフォーム A、フォーム B、フォーム C という 3 層の登録システムを提案するものであり、最初の公募や小規模な報告会社でも利用できる登録届出書であるフォーム A と事業結合および交換買付に関して用いられる登録届出書であるフォーム C についても、現行制度を大きく変更するものであったが、最も抜本的な改正が提案されたのは、大規模な発行者の登録届出書であるフォーム B であった。フォーム B による登録については、効率的資本市場仮説にもとづき、目論見書のみが証券募集について用いられるべきであるという従来の登録システム的前提を放棄したものであった。発行者は、証券の売付より前であればいつでも登録届出書を提出することができ、その効力発生を提出の時、提出後の指定された時、登録届出書の訂正届出書に指定された時、のいずれかに選択できる。ただし、登録届出書の効力発生前であっても、情報発信に関する規制は存在しない。また、登録届出書と共に SEC に対して届出られる「自由書面」資料を使用した勧誘が認められ、目論見書の交付についても現行法を緩和する提案がなされた(証券の内容、正規の目論見書の請求先等を記載した「証券内容シート」を最初の売付より前に届出、投資判断がなされる前に投資者に交付するよう求める案と、取引条件のみを記載した目論見書を同様の時期に交付するよう求める案が提案された。その代わりに、フォーム B の募集については確定目論見書の交付が免除される。)

航空母艦提案は、大筋では市場関係者の支持を得たものの、細部については少なからず批判的なコメントが寄せられたこともあり、SEC は提案をいったん取り下げた。

¹⁶⁹ Federal Register, *supra* 167, at 67394

¹⁷⁰ 登録届出書の届出前の情報発信に関する規制の改正は、公募を予定する発行者による日常的な情報発信がフライング (gun jumping) と見なされないように、登録届出書の届出前において認められる情報発信の内容を明らかにする規則が提案されている。このような規則の制定により、SEC は発行者による日常的な情報発信を阻害しないことを期待している。もっとも、本稿は、販売用資料の有効活用という視点から考察を行うものであるため、この点に関する改正案については詳述しない。

¹⁷¹ 取引所法 13 条または 15 条(d)項に従って報告書の提出が要求される発行者や、過去 3 年において規則 419 に規定するブランクチェック会社であった発行者や、過去 3 年において規則 405 に規定するシェルカンパニー (実際の資産を有していない会社や金銭のみの資産しか有していない会社) であった発行者、直近 3 年間に取引所法規則 3a51-1 に規定される低額面株式 (penny stock) を発行した発行者等は、無資格発行者として、自由書面目論見書の使用が認められない。

は法定目論見書および補足販売用文書以外の書面による表示であり、電磁的媒体を使用したグラフィックによる表示も書面による表示に含まれることが明示的に示されたため（規則案 405）、そのような表示も自由書面目論見書となる¹⁷²。

自由書面目論見書は、発行者の性格にしたがって、使用の条件が規定されており、継続開示を行っていない発行者または統合開示制度における参照方式を利用できない非適格発行者の場合には、予めまたは同時に法定目論見書が交付されることが要求され（規則案 433(b)項 1 号）¹⁷³、統合開示制度における参照方式を利用できる適格発行者の場合は、SEC に対して登録届出書の届出が行われていれば、自由書面目論見書を使用することができる（同規則案(b)項 2 号）。さらに、適格著名発行者（well-known seasoned issuers）¹⁷⁴については、登録届出書の届出がなされていない場合であっても、その使用が認められる（規則案 163）。自由書面目論見書において基本的に記載事項に関する制約は存在しないが、登録届出書その他の届出られた情報や取引所法にもとづく継続開示情報と一貫しない情報の記載は禁じられており（規則案 433(c)項 1 号）¹⁷⁵、目論見書の入手方法等に関して記載することが要求される¹⁷⁶。

自由書面目論見書は、最初に使用された後、直ちに SEC に対してその届出が要求される（規則案 433(d)項）¹⁷⁷。自由書面目論見書は、発行者自身もしくは発行者の代わりに者に

¹⁷² 口頭による表示は自由書面目論見書ではない。

¹⁷³ 規則案 433(b)項 1 号()によると、登録届出書の効力発生前においては、最新の法定目論見書の使用を要求されていないため、既に変更済みの法定目論見書が交付された場合であり、かつその変更内容が重要な変更でない場合には、再交付は要求されない。しかし、登録届出書の効力発生後において自由書面目論見書を使用する場合には、既に法定目論見書が交付されているか否かにかかわらず、予めまたは同時に最終目論見書を交付しなければならない。

¹⁷⁴ 統合開示制度におけるフォーム S-3 を利用できる適格投資家の中で規模の大きいと考えられる発行者であり、浮動株時価総額 7 億ドル以上、もしくは直近 3 年間で総額 10 億ドル以上の負債性証券の公募を行った、のいずれかに該当する発行者である（規則案 405）。

¹⁷⁵ 一貫しない内容に関する具体的な説明はなされていない。

¹⁷⁶ 規則 433(c)項 2 号によると、自由書面目論見書には、発行者の性格にかかわらず以下の説明記載がなされることが要求される。

「発行者は、この募集に際して、SEC に対して目論見書を含む登録届出書の届出を行いました。発行者に関するより完全な情報を得るために、投資の前には、発行者および発行証券または当該募集に影響を及ぼすリスクを記載した、目論見書、その他発行者が SEC に対して届出を行った文書をお読みください。これらの文書は、SEC の Web サイト上の EDGAR において無料で参照することができます。もしくは、フリーダイアル [xx-xxx-xxxx] に請求されますと、発行者、引受人もしくはディーラーが、目論見書をお送りいたします。」なお、発行者の Web サイトにおいて目論見書等の文書を参照できること等も認めている（規則案 433(c)項 3 号）。

¹⁷⁷ 登録届出書の一部として届出られるものではない（規則案 433(d)項柱書）。届出が行われた自由書面目論見書における情報は、SEC の Web サイト上の EDGAR において、公表される。Federal Register, supra 167, at 67413. SEC は、このような届出を要求することで、自由書面目論見書を適時に届出を行うことが容易になり、また届出られた情報が直ち

よって作成されるもの（発行者自由書面目論見書）と、発行者以外の者によって作成されるものに大別され、発行者自由書面目論見書については発行者が届出なければならない（同規則案(d)項1号() (A)）。発行者以外の者によって作成されたものであっても、発行者が使用するものや（同規則案(d)項1号() (B)）、発行者もしくはその代わりにの者によって提供された発行者やその証券に関する重要情報（重要発行者情報）（同規則案(d)項1号() (C)）¹⁷⁸については、発行者が届出なければならない。また、いかなる者が作成したものであろうとも、発行証券の最終条件のみを記載した自由書面目論見書については、発行者が届出なければならない（同規則案(d)項1号() (D)）¹⁷⁹。他方、発行者以外の者によって作成される自由書面目論見書であって、発行者以外の者によって広範にわたって頒布されるものについては、当該自由書面目論見書を頒布する者が届出なければならない（同規則案(d)項1号()）。もっとも、同規則(d)項1号の規定にかかわらず、既に届出られた自由書面目論見書と実質的に同じ場合には届出が免除される（同規則案(d)項3号）。なお、発行者等と無関係の報道機関が¹⁸⁰、新聞・テレビ等を通じて、発行者やその証券に関する情報を公表した場合、そのような報道は自由書面目論見書と見なされるが、当該報道につき発行者等が何ら費用を負担せず情報を提供するにとどまるものであるならば、報道が行われた翌営業日までに発行者がSECに届出なければならない（同規則案(f)項）¹⁸¹。当該報道の制作費等を発行者が負担した場合には、当該報道が通常的自由書面目論見書として扱われ、規則433にもとづいたSECへの届出が要求される。

本規則改正案において、インターネットにおける画像の配信はグラフィックによる表示とみなされることが明らかにされたため、インターネットロードショーは自由書面目論見書に該当する。したがって、それまでに届出が行われていない発行者情報を含む場合を除いて、当該証券に対する潜在投資者も含めて制限なく配信される誠実な電磁的ロードショー（bona fide electric road show）¹⁸²である場合（規則案433(d)項6号()）や、発行者自

に明らかになるため、投資者保護に資すると考えている。Federal Register, supra 167, at 67416

¹⁷⁸ そのような重要情報のある自由書面目論見書を届出るのはではなく、情報自体を届出なければならない。もっとも、このような重要情報であっても、既に届出られた目論見書や自由書面目論見書に含まれる重要情報については届出を行う必要がない（規則433(d)項4号）

¹⁷⁹ この場合には、最終条件の決定後または当該自由書面の最初の使用後二日以内に届出ることが要求される（規則433(d)項5号）。

¹⁸⁰ この場合の発行者等とは当該証券募集に参加した全ての者であり、報道機関とは放送やインターネット上のグラフィックによる表示も含めた書信を頒布する業者である。

¹⁸¹ このような報道においては、脚注(176)における目論見書の入手方法等の説明記載は要求されないため、発行者が説明記載を付してSECに届出を行うこととなる。また、このような報道の場合には、継続開示を行っていない発行者や統合開示制度における参照方式を利用できない非適格発行者であっても、予めまたは同時に法定目論見書の交付は要求されない（規則案433(f)項）。

¹⁸² 発行会社の役員等によるプレゼンテーションであって、かつ2回以上行われるものであるならば当該ロードショーにおいて提供される発行者、経営者、およびその証券に関する

由書面目論見書や電磁的ロードショウにおいて表示された重要発行者情報に関する届出が行われている場合には(同規則案(d)項6号())には、ロードショウの内容を記録するもの、もしくはその原稿の届出を行う必要はない¹⁸³。

重要事項に関して虚偽表示等のある自由書面目論見書を使用して証券の売付を行う者は、証券購入者に対して、証券法12条(a)項2号の責任を負うが、自由書面目論見書は登録届出書の一部として届出が行われることが要求されないため、発行者等は自由書面目論見書に対して証券法11条の責任を負わない¹⁸⁴。もっとも、登録届出書の一部として届出を行うことも認められているため、そのような届出を行った場合には、発行者等は証券法11条の責任を負うこととなる¹⁸⁵。証券法12条(a)項2号の責任認定の判断については、証券購入者が投資判断を決定した時点までに当該証券購入者が得た情報だけを考慮し判断される(規則案159(a)項)。自由書面目論見書に関して¹⁸⁶は、12条(a)項2号の責任以外にも連邦証券規制における不公正取引禁止規定が適用される。

他方、本規則改正案においては、目論見書の交付義務に関する改正も提案されている。現行証券法5条(b)項2号における証券の引渡と同時または事前に最終目論見書を交付する義務が、証券購入者への物理的な交付でなくSECへの登録で足りることとされ(規則案172)¹⁸⁷、またSECへの登録を行わなくても、発行者または引受人等¹⁸⁸が証券購入者に対して最終目論見書を交付する代わりに、当該売付が最終目論見書の交付が要求される売付であるということに記載した告知書を証券の売付完了から二日以内に交付することで足りることとされた(規則案173)¹⁸⁹。もっとも、証券購入者は最終目論見書の交付を請求できる。

第三款 小括

証券法上の開示規制に関する議論は古くから存在し、特に効率的資本市場仮説の登場以

情報が一律に提供されている電磁的ロードショウ(規則案433(h)項4号)。

¹⁸³ このように、電磁的ロードショウを自由書面目論見書として法的に整理することによって、SECは電磁的ロードショウの利用が促進されると期待している。Federal Register, supra 167, at 67415

¹⁸⁴ Federal Register, supra 167, at 67416

¹⁸⁵ id. at 67416, foot note 189

¹⁸⁶ id. at 67416

¹⁸⁷ SECへの登録を行ったとしても、証券法2条(a)項10号(a)との関係においては、最終目論見書を交付したことに同視されない(規則案424)。また、継続開示を行っていない発行者または統合開示制度における参照方式を利用できない非適格発行者が自由書面目論見書を交付するに際しては、予めまたは同時に法定目論見書の交付が要求されるが、この場合において、SECへの登録は法定目論見書の交付と見なされない(規則案433)。

¹⁸⁸ 証券の募集に関与したディーラーやブローカーが含まれる。

¹⁸⁹ 最終目論見書をSECに登録することによって、証券購入者に対して交付したものと見なす提案をする一方で、告知書の交付を認める提案を行った理由は、告知書の交付が、証券購入者に対して、当該証券購入は募集におけるものであるということを知覚させる機能を有すると考えたからである。Federal Register, supra 167, at 67439

降、証券法における発行開示よりも取引所法における継続開示を重視する主張が支持されたようである。1980年代以降、統合開示制度と一括登録制度が導入されたが、証券の募集に際して登録届出書が提出され、投資者は登録届出書の一部である法定目論見書の記載にもとづいて投資判断の決定を行うため、投資者に対して法定目論見書への誘導を行う目的の墓石広告以外に法定目論見書以外の文書を交付することが実質的に禁じられ、証券購入者に対して証券の引渡しと同時にまたは事前に最終目論見書の交付が義務付けられるという目論見書規制は維持されてきた¹⁹⁰。

本年11月に発表されたSECの規則改正提案も、現行証券法を抜本的に変更する内容ではないとはいうものの、法定目論見書以外の文書の使用を認め、証券購入に際し証券購入者に対して最終目論見書の物理的な交付が強制されず、かつ証券購入者は投資判断を決定するまでに得た情報にもとづいて証券法12条(a)項2号の民事責任を追及するという点において、目論見書規制に関しては現行法を維持しているといえるかについて疑問の生じる内容である。

確かに、SECの説明によると、情報技術の進歩およびサーベンス・オックスレー法¹⁹¹の制定等に起因する継続開示制度の充実が本規則改正案の背景にあり、その性格は現行法を手直しするものとされている¹⁹²。自由書面目論見書の使用に関しては、そこにおいて表示される情報は全てSECの認知するところであり¹⁹³、かつ法定目論見書に誘導するための説明記載が要求され、投資者は証券募集に関して散在する全ての情報をSECのWebサイト上のEDGARにおいて確認することが可能であることから、現行法以上に証券募集に関する情報が拡充されたと考えられる。また、最終目論見書の交付が強制されないことに関しては、現行法が証券の引渡しと同時に最終目論見書を交付することを許容していたことから最終目論見書は投資判断の決定に寄与していないとの批判があったことに鑑みると、投資者の請求にもとづき交付することで、現行法において最終目論見書が有している機能を果たすことは可能である¹⁹⁴。さらに、証券法12条(a)項2号の民事責任に関しては、証券購

¹⁹⁰ 統合開示制度の導入により、法定目論見書の内容が取引所法上の報告書を参照することが認められたため、完全に維持されていたというわけではない。

¹⁹¹ Pub. L. 107-204, 116 Stat. 745 (2002)

¹⁹² Federal Register, supra 167, at 67395

¹⁹³ SECへの届出は、自由書面目論見書の使用後に要求されるものであり、届出の有無にかかわらず、証券法12条(a)項2号は自由書面目論見書における情報に対する責任追及を認めるため、SECへの届出は直接的に情報の正確性を担保する機能は有しているものではない。しかし、SECに届出ることによってEDGARを通して情報は公表され、その情報に虚偽等があった場合には、全ての証券購入者に対して責任を負う可能性が生じる。したがって、SECへの届出は間接的には情報の正確性を担保するものといえるであろう。

¹⁹⁴ もっとも、規則172に依拠して最終目論見書の交付に代えてSECへの登録を行った場合には、証券購入者は当該証券購入が最終目論見書の交付を要する購入であったことを認知できないし、証券購入者が最終目論見書の交付を請求したとしてもその交付は強制されない。したがって、規則172に依拠してSECへの登録を行った発行者の場合には、現行法における最終目論見書の有する機能を果たしているとはいえない。

入者が投資判断の決定時までを得た全ての情報における虚偽表示等に対して責任を追及できることから、証券購入者は自由書面目論見書における虚偽表示等から保護され、かつ自由書面目論見書における表示の正確性も担保することとなる。

しかし、自由書面目論見書においては法定目論見書に記載されない発行者やその証券に関する情報を表示することや、アナリストレポートにおける情報等の発行者が提供した情報以外の情報を表示することが認められるため、投資者は散在した情報の取捨選択を行わなければならないこととなる。現行法の目論見書規制は、証券募集時には、法が証券募集の投資判断にとって必要と考えた情報のみ頒布することを認めた規制であるから、投資者に情報の取捨選択はほとんど要求されなかったこと考えると¹⁹⁵、投資者の証券募集の投資に関する負担は非常に大きくなりそうである。このような負担の増大に関する是非はともかく、現行の目論見書規制の立場とは大きく異なるものと考えられる¹⁹⁶。

また、規則案 159 によると、証券購入者は投資判断の決定時までを得た全ての情報における虚偽表示等に対して証券法 12 条(a)項 2 号の民事責任の追及を行うことができるが、この案によると、投資判断の決定時において法定目論見書が交付されていない証券購入者は、法定目論見書における虚偽表示等から証券法 12 条(a)項 2 号に基づいた救済を享受できないこととなる¹⁹⁷。Sanders 判決によると¹⁹⁸、証券購入者は証券法 12 条(a)項 2 号の救済を享受するために法定目論見書を読むことは要求されていなかった。すなわち、Sanders 判決に従うと、現行証券法の目論見書規制においては、交付の有無に関わらず、証券購入者は法定目論見書における虚偽記載等から救済されていた。このような現行証券法 12 条(a)項 2 号の法定目論見書における虚偽記載等に対する民事責任の厳格性は、本規則改正案において失われており、結果として法定目論見書の地位を低下させることになる^{199,200}。

¹⁹⁵ 法定目論見書に記載されている情報の中での取捨選択は要求された。

¹⁹⁶ 証券募集の投資判断にとって必要な情報かどうかを法が判断するという現行の目論見書規制は、温情主義的であるとの批判が考えられる。

¹⁹⁷ 規則 159(a)項によると、「証券法 12 条(a)項 2 号のみにとって、・・・証券の売付後に購入者に提供されたいかなる情報も考慮されない」とされており、他に何ら説明がなされていないことから、このように解さざるを得ないと考える。

¹⁹⁸ 本章第二節第二款(2)参照

¹⁹⁹ 証券購入時までを得た情報を全体として考慮して、証券法 12 条(a)項 2 号の救済の判断がなされるとすると、投資者は、読むかどうか分からない、また読んだとしても理解できるかどうか分からない法定目論見書を交付されてしまったがために、証券法 12 条(a)項 2 号にもとづき保護されなくなる可能性がある。このように考えると、投資者は投資判断の決定において法定目論見書を参照しなくなることが予想される。

²⁰⁰ 他方、規則案 159 は、効率的資本市場仮説にもとづいた立場からも批判されうる。効率的資本市場仮説にもとづくと、法定目論見書における情報のみならず公表された全ての情報が市場における証券価格に反映されるため、たとえ当該証券購入者が提供されていない情報であったとしても、公表された情報が虚偽等であった場合には損害を被るということになる。本規則改正案が効率的資本市場仮説を採用したものであることに鑑みると、証券法 12 条(a)項 2 号において効率的資本市場仮説を否定することは一貫性に欠けるといえるであろう。

他方、本規則改正案において、インターネット等の電磁的媒体を使用した表示を書面による表示に含めることを明示したことの意義は大きい。このことにより、現存するインターネットロードショー以外にも、証券産業における電磁的媒体の有効活用が促進されることが期待できるであろう。もっとも、書面による表示と口頭による表示との区別は現行法通り存在する。また、法定目論見書以外の文書を証券法における目論見書として規制していることについても興味深い。自由書面目論見書は登録届出書の一部ではないため、実質的な意義はあまりないのかもしれないが、自由書面目論見書を登録届出書の一部として届出を行う余地を残したという点は意義があると考えられる²⁰¹。

第三章 わが国への示唆

第一節 目論見書の意義

証券取引法 1 条は、「この法律は、国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめること」を証券取引法の目的と規定している。本条における「国民経済の適切な運営」と「投資者の保護」の関係については、議論があるが²⁰²、両者は別々の目的ではなく密接に結びついているといえよう²⁰³。証券取引法は、情報開示制度と取引の公正を確保する制

²⁰¹ 自由書面目論見書を登録届出書の一部として届出を行うことにより、自由書面目論見書における虚偽表示等に対して、証券購入者は証券法 11 条にもとづく責任追及も認められることとなるため、証券購入者は、虚偽表示等のある自由書面目論見書を使用して証券の売付を行った者に資力がなかった場合においても保護されることとなる。また、特定の証券募集においても様々な自由書面目論見書が並存する場合に、投資者はどの自由書面目論見書にもとづいて投資判断を決定すればよいか混乱する可能性がある。このような場合に、登録届出書の一部として届出られた自由書面目論見書は、もっとも基本的な自由書面目論見書として投資判断に寄与するかもしれない。もっとも、登録届出書の一部であるからといって、その内容の正確性が担保されているわけではない。

²⁰² 有力な説として、投資者保護こそが同法の目的であって、国民経済の適切な運営は、投資者の保護によって実現が期待されるとする見解がある(鈴木 = 河本・前掲注(9)41-44 頁)。これに対して、証券市場を通じての効率的な資源配分を確保することはきわめて重要な国家的利益であり、しかも、このような目的は、投資者の保護の目的から当然に導き出せるものではないため、国民経済の運営を投資者保護に並ぶ証券取引法の目的とする見解もある(神崎・前掲注(8)3-5 頁)。

²⁰³ 黒沼悦郎「証券取引と投資者保護 投資者保護に関する一考察」『判例消費者取引法』(商事法務研究会、1992 年)33 頁。この見解では、国民経済の適切な運営と投資者保護の意味を明らかにすることからはじめている。まず、証券市場の機能として資源の効率的配分を重視するならば、国民経済の適切な運営とは資源の効率的な配分を意味することとなり、証券取引法はまず、このような市場の機能を維持することを目的としている。次に証券市場に参加する者のうち、特に投資者をとりあげて保護を強調する理由は、証券取引法においては、投資者の保護を図ることが市場の機能を維持するために必要不可欠であり、かつ、市場の機能を維持するという目的から、逆に投資者保護のあり方が方向付けられる関係が認められるとしている。

度を通じて、これらの両目的を達成しようとするものである²⁰⁴。ただし、証券取引法における情報開示制度においては、証券の安全性や価値を保証するシステムはとられておらず、証券の価値に関する一定の情報を開示させ、投資者が自分の判断で売買をすることが期待されている²⁰⁵。

証券取引法における情報開示は、発行開示と継続開示という開示の時点を基準とする区分と、投資者に対する直接開示と間接開示という区分があり、目論見書規制は発行開示かつ直接開示である。前述の通り、目論見書とは、名称や形態のいかんを問わず、有価証券の募集または売出しのために公衆に提供される当該有価証券の発行者の事業に関する説明を記載した文書すべてを含むと解されており²⁰⁶、この解釈に従うと、わが国における目論見書は、ほぼ米国証券法における目論見書と同義といえるであろう²⁰⁷。

目論見書規制は、ほぼ米国のそれと同様のものであることに鑑みると、わが国の目論見書規制も、有価証券届出書の届出が要求される証券の発行に関する目論見書（以下「法定目論見書」）は、そのような証券の投資判断の決定において必要な情報を提供するという機能を有していると考えられ²⁰⁸、法定目論見書の記載事項を法定することによって、このような機能を発揮することが目指されている。さらに、証券取得と同時にまたは事前に法定目論見書の交付が強制されていることから、目論見書規制は、全ての投資者に対して目論見書における情報、すなわち投資判断にとって必要な情報を提供することを確保する一方で、投資者が証券の投資判断の決定に関する情報を必要とした場合に、直ちにその情報を入手できる状態にしておくことを確保する制度と考えることができる²⁰⁹。目論見書規制をこの

²⁰⁴ 近藤 = 吉原 = 黒沼・前掲注(1) 5 頁。証券取引法においては、公正な取引の確保が、さらに市場に対する投資者の信頼を確保することを通じて市場の機能維持と結びついているところに特徴がある。

²⁰⁵ 近藤 = 吉原 = 黒沼・前掲注(1) 5 頁。情報に基づいた多くの投資判断を集結して、適正な市場価格を形成することが、資源の効率的配分という市場機能を維持するために必要だからである。したがって、情報開示制度も投資者を保護するためのものではあるが、それは、市場の効率性を高める方向に解釈・運用されなければならない。証券取引法は基本的に市場の効率性を高めるように設計されているが、その結果、市場が十分効率的になっている場合には、市場の効率性を前提とした法の解釈・適用が正当化されることになると考えられる。

²⁰⁶ 第一章第一節第一款参照

²⁰⁷ 米国証券法 2 条(a)項 10 号(a)が目論見書ではないとする補足販売用資料は、わが国証券取引法上の目論見書に関する規定および解釈においては目論見書である。

²⁰⁸ 第二章第一節第四款参照。もっとも、米国証券法 12 条(a)項 2 号にあたるわが国の証券取引法 17 条においては、信頼が要求されているかどうかに関して不明確であるため、米国の目論見書規制に比べると、正確な情報を提供するという機能を発揮しにくい規制と考えられるかもしれない。

²⁰⁹ もっとも、投資者がそのような情報を欲するのは投資判断をなす時点であるので、証券取得と同時に目論見書が交付されたのでは交付の時期が遅すぎるという問題がある。この問題は、特に口頭による表示によって勧誘がなされた場合である。この問題に対して、本年 12 月証券取引法改正において、投資者が目論見書の交付を請求した場合、発行者等は直

ような制度と解することは、証券の関する情報を開示させ、投資者が自己の判断で売買をすることを期待する開示規制に合致するであろう。ただし、開示される情報が正確なものでなければ、目論見書規制は証券取引法の「国民経済の適切な運営」と「投資者の保護」という両目的の達成を阻害するものとなりえるため、事前の行政規制と事後の民事規制および刑事規制によって、その内容の正確性を確保することが目指されている。

しかし、有価証券届出書の届出が要求される証券の発行に関しても、口頭によって情報が提供される場合には、目論見書の記載事項が法定されていることとは異なり、提供する情報について、虚偽表示にあたらぬ限りにおいて、何ら制約はないため²¹⁰、全ての投資者に対して投資判断にとって必要な情報を提供することを確保し、かつ投資者が証券の投資判断の決定に関する情報を必要とした場合に、直ちにその情報を入手できる状態にしておくことを確保しているとはいえない。

他方、法定目論見書は、有価証券届出書の届出が要求される証券の発行に関する投資判断にとって必要な情報を提供すると考えられているものの、投資者の性格によって必要とされる情報は一致するものではないため、必ずしも全ての投資者にとって必要な情報を提供しているとはいえない。法定目論見書が提供する情報が全ての投資者を対象にするものであるとすると、情報の加攻コストは膨大なものとなり、証券発行の足枷となりえる²¹¹。したがって、法定目論見書は投資判断に関する一定の情報しか提供しないものであり、その一定の情報とは法が投資判断にとって必要と考えた情報に他ならない²¹²。しかし、投資判断の決定にとって必要な情報とは、個々の投資者によって異なるものであり²¹³、法定目論見書における記載事項は、投資者の個性を完全に満たしているとはいえない。すなわち、目論見書は発行市場における投資判断の決定にとって必要な情報を提供するものと解されているが、投資判断の決定にとって必要な情報とは、法が投資判断の決定にとって必要と考えた情報であるため、個々の投資者にとっては必ずしも必要な情報を提供しえていないと考えられる。もちろん、証券取引法が一般的な投資者を保護することを目的としている

ちに目論見書を交付することが強制される（改正法 15 条 2 項）改正がなされた。

²¹⁰ 米国証券法においては、証券法 12 条(a)項 2 号の責任について口頭による表示に対しても責任が課せられると規定されている以外は、口頭による表示について何ら規定はないため、口頭による表示は目論見書規制の範疇にはないと考えられる。しかし、わが国においては、法 13 条 5 項後半における「表示」という文言が口頭による表示を示すと考えられるため、目論見書規制の範疇にあると考えられる。第一章第一節第一款に述べた法 13 条 5 項における議論も、口頭による表示が目論見書規制の範疇にあると解することに端を発していると考えられる。

²¹¹ 黒沼・前掲注(168)42 頁

²¹² 証券規制における開示制度は、完全開示を目指すとはいうものの、開示すべき情報が規定されているということは、一定の基準をもって開示すべき情報と開示を要さない情報が区別されていることを意味するので、完全開示は達成し得ない。

²¹³ 開示された情報の中のどのような情報にもとづいて投資判断の決定を行うかという問題は、完全開示が成立している市場であり、かつ効率的な市場であっても想定しうる問題である。

と考えると、全ての投資者の投資判断にとって必要な情報を提供するものである必要はないが、全ての投資者の投資判断にとって必要な情報を提供することができるならば、証券取引法の目的の達成により近づくと考えられる。

第二節 目論見書以外の資料に関する問題点

平成 16 年 12 月改正証券取引法は、有価証券届出書の届出を要求される証券の発行において、目論見書以外の文書、図画、音声その他の資料（販売用資料）の使用を認めた。従来から、そのような証券の発行において、目論見書以外の勧誘方法として口頭による表示が認められていたが、書面による表示の場合には記載事項が詳細に法定された目論見書を使用することが強制されているのに対し、口頭による表示の場合には重要な虚偽表示等にあたらない限り自由な表示が認められることの理由は明らかではなかった。このような口頭による表示と書面による表示の区別についての不明確な根拠に鑑みると、いずれも自由な表示を認めたことに対しては評価できる。また、販売用資料において表示しうる情報は、法定目論見書の記載事項にかぎられないため、目論見書が全ての投資者の投資判断にとって必要な情報を提供し得ないということに鑑みると、販売用資料は、全ての投資者の投資判断にとって必要な情報を提供しうるものとなりえるかもしれないという点で望ましいと考えられる。電磁的媒体が発展および普及した現在の環境と、そのような媒体の使用を証券産業が歓迎するという前提に立つならば²¹⁴、販売用資料の使用を認めることは、より強く支持しえるであろう²¹⁵。特に、電磁的ロードショーは²¹⁶、発行会社への興味を喚起し投資者との長期的な関係を生み出すための最善のものと考えられるロードショーを、より低コストで行うことを可能にした有益なものであるにもかかわらず、従来からの証券規制の枠組みはその活用を困難なものとしていたが²¹⁷、書面による表示と口頭による表示のいずれの場合も自由な表示を認めたことにより、電磁的ロードショーの活用が容易になると考えられる。

他方、販売用資料においては、目論見書の記載事項ではない情報を記載することも認められるため、投資判断に際して有する情報量が現在より増大する可能性があり、このことにより投資判断が困難になることにより販売用資料の使用を否定する見解が考えられる。

²¹⁴ 開示制度一般に法が開示すべき情報を規定しているが、開示すべき情報の基準を決定するにあたり、開示コストは重要な要素の一つと考えられる。開示制度において電磁的媒体を利用することは、コスト面からは強い支持が得られると考えられる。

²¹⁵ 電磁的媒体による表示をどのような規制の下に置くべきかを考えるにあたり、口頭による表示と書面による表示を区別した規制を維持するのであるならば、両者の区別の根拠は明らかにされなければならなかったであろう。もっとも、両者の区別についての根拠に関する議論がなされたうえで、区別する必要性がないとの判断にもとづき改正されることが望ましいかと思えるが、ディスクロージャー・ワーキンググループ報告・前掲注(11)によると、そのような議論はなされていないようである。

²¹⁶ わが国においては、電磁的ロードショーは行われていないようである。

²¹⁷ 米国の例について、第二章第三節参照

しかし、証券規制の開示主義が、完全開示にもとづいた投資者の自己責任による投資判断を期待するものである以上、情報を制限することで投資判断を容易にするという試みは肯定し得ないであろうし、投資判断に際して有する情報量が増大することは開示制度の目的から望ましいと考えるべきであろう。もっとも、わが国の改正法は、販売用資料において表示される法定目論見書の記載事項以外の情報を、当該販売用資料を入手した者以外が入手する制度は存在しないため、投資者が投資判断に際して有する情報量が増大したとはいえない。この点に関して、2004年11月3日SEC規則改正提案においては、法定目論見書において記載されていない情報であって自由書面目論見書において表示された情報等をSECのWebサイトに集積させる制度が提案されており²¹⁸、わが国においても、同様の制度の構築は不可欠と考えられる²¹⁹。

また、販売用資料は虚偽表示等にあたらぬ限り自由な記載が認められるため、目論見書の記載事項ではない情報が表示されることもありうるが、投資者にとって理解しやすいものであることを目指し²²⁰、目論見書の記載事項は大部分省略されたものになることが予想される。仮に目論見書が完全な情報源であると考えた場合、目論見書の記載事項を省略した販売用資料は不完全な情報源であるにもかかわらず、その理解しやすさゆえに、ほとんどの投資者が販売用資料にもとづいて投資判断をなすかもしれない。このように考えると、販売用資料の使用を認めるということは、投資判断が不完全な情報にもとづいたものであって良いのかという問題と、提供される情報が不完全なものであっても投資判断は投資者の自己責任によりなされなければならないのかという問題を生じうる。後者の問題は、投資者が自己責任により投資判断を行うに足る情報を販売用資料において、どのようにして確保するかという問題でもあるため、民事責任規程の適用に関する問題として後述する。前者の問題について考えると、口頭による表示においては自由な表示が認められ、法定目論見書は証券取得と同時に交付することが認められていたのであるから、従来からの目論見書規制においても不完全な情報にもとづいた投資判断はなされてきたと考えられる。また、証券規制における開示制度は全ての投資者を対象にしたものではないということに鑑みると²²¹、全ての投資者が開示された情報にもとづいて投資判断を決定することを、法は期待していないとも考えられる。これらの点を踏まえる、確かに、販売用資料の使用を認めることにより、投資判断が不完全な情報にもとづいて決定されることが助長される可

²¹⁸ 第二章第四節第二款参照。もっとも、SECのWebサイトを通じて、投資者がそのような情報を自由に参照できる制度が、投資者に対する直接開示である目論見書規制ことに鑑みて、望ましい制度といえるかについては疑問がある。

²¹⁹ このような制度が存在しなければ、選択的情報開示を認めることとなる。わが国において、選択的情報開示を規制する制度は存在しないとはいえ、そのように開示された情報にもとづいて取引されることは明らかに不公正な取引といえよう。脚注(134)参照

²²⁰ 販売用資料の使用を認める改正は、投資者が投資判断を行う上で分かりやすい情報を提供するという観点からの検討の結果である。ディスクロージャー・ワーキンググループ報告・前掲注(11)3頁参照

²²¹ 前節参照

能性はあるとはいうものの、他で完全な情報を入手しうる環境を整えることによって、投資判断にとって必要な情報を提供することを確保する一方で、投資者が証券の投資判断の決定に関する情報を必要とした場合に、直ちにその情報を入手できる状態にしておくことを確保するという目論見書規制の目的は達成しうるであろう²²²。

有価証券届出書の届出が要求される証券の発行において、目論見書以外の文書の使用を認めるとすると²²³、そのような文書を目論見書以外の文書として規制する制度と、目論見書として規制する制度がある。わが国における平成 16 年 12 月改正法においては前者の制度が採用され、米国における 2004 年 11 月 3 日 SEC 規則改正提案においては後者の制度が採用されている²²⁴。元来、目論見書が有価証券届出書の届出が要求される証券の発行において投資者に対して提供される文書として理解されてきたことを勘案すると、目論見書として規制する方が制度として簡潔なものであるように思える²²⁵。しかし、目論見書は公衆に対して提供される文書と解されており²²⁶、この解釈から個別に提供される文書は目論見書でないこととなる。また、その文書における記載には、記載が重要な虚偽記載等に当たらない限り²²⁷、何ら制約はないから、個々の投資家に対して不平等に情報を提供すること

²²² 目論見書の交付を強制することは、その環境整備の一つであると考えられるが、前説で述べた法定目論見書において記載されていない情報を集積する制度も必要である。わが国における改正法は、目論見書の交付の強制は維持されているが、情報を集積させる制度は構築されていない。他方、米国における SEC の規則改正提案においては、情報を集積させる制度は構築されていると考えられるが、最終目論見書を SEC に登録することによって目論見書を交付したと見なす制度が提案されているので、目論見書の交付が強制されているとは言いがたい。SEC の Web サイトを通じて情報が公開されていると考えれば、効率的資本市場仮説にもとづき、このような制度は肯定し得るのかもしれないが、本文記載のような投資者に対する直接開示としての目論見書規制の目的を達成し得るものではないと考える。

²²³ 正確には、法定目論見書以外の文書を言うべきであろう。脚注(10)参照

²²⁴ 目論見書として規制する米国における SEC 規則改正提案においても、登録届出書の一部として届出るものとはされていないため、わが国の採用した制度とさほど違いはないと考えられる。ただし、米国における SEC 規則改正提案においては、自由書面目論見書を登録届出書の一部として届出することは許容されるので、そのような届出を行うことによって、違いが生じうる。脚注(201)参照

²²⁵ 脚注(10)で述べたように、法 2 条 10 項の目論見書の定義に従うと、販売用資料（目論見書以外の資料）が投資者に対して交付されると同時に、販売用資料は目論見書であるといえそうである。このような制度は極めてトートロジカルな制度であり、簡略な制度とはいえないであろう。

²²⁶ 第一章第一節第一款および Gustafson 判決（第二章第一節第三款）参照。公衆がどの程度の人数を指すものであるかに関して曖昧な点はあるとはいうものの、このように解すると、個別に提供される文書は目論見書でないはずであり、理論的にはそのような文書の使用は認められるはずである。このような解釈にもとづき、電磁的ロードショウに関する PFN ノーアクションレターにおいては、その配信が少人数の者に対して行われるものであるから、目論見書には該当しないと判断された。

もっとも、目論見書は公衆に提供される文書と解しながらも、個別で提供される文書の使用を認める解釈はなされていなかったようである。

²²⁷ 法 17 条においては、「目論見書その他の表示」における虚偽表示等に対して責任を課す

が認められることとなる²²⁸。このように解することは、証券取引法における目的の達成を阻害することとなりうるため、目論見書以外の文書として規制する制度が望ましいと考えられる。もっとも、目論見書が公衆に対して提供される文書との解釈を破棄するならば、簡略な制度であるとの理由で、目論見書として規制することが望ましいであろう。

第三節 民事責任規定の適用

法 17 条は、虚偽記載等のある目論見書その他の表示を使用して有価証券を取得させた者は、その虚偽表示等を知らないで当該証券を取得した者に対して損害賠償責任を負うことを規定したものである。目論見書は有価証券届出書の一部であり、有価証券届出書は内閣総理大臣の審査を義務付けられていることから（法 23 条 1 項）行政規制によって目論見書における虚偽の開示を事前に防止することが期待されているが、内閣総理大臣の審査によっても虚偽の開示がないことは確認されるわけではないため²²⁹、民法上の不法行為責任の一般原則よりも、損害賠償を請求する者にとって有利な規定とすることによって²³⁰、目論見書における虚偽表示等を抑止し適正な情報の開示を確保することが期待される^{231,232}。改正法 17 条においては、虚偽表示等のある法定目論見書に対する責任とともに、「重要な事項について虚偽の表示若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の表示が欠けている資料を使用して有価証券を取得させた者は、・・・表示が虚偽であり、若しくは誤解を生ずるような表示であり、若しくは表示が欠けていることを知らないで当該有価証券を取得した者」に対して損害賠償責任を負うことを規定している^{233,234}。したがって、改正法 17 条は、法定目論見書のみならず、本改正により使用が認められることとなった販売用資料における虚偽記載等に対しても責任を追及できるとされたため、販売用資料における適正な表示を確保することが期待される。

規定であるから、個別に提供される文書が目論見書ではないと解しても、そのような文書における虚偽記載等に対して適用できる。

²²⁸ 報に関する投資者間での不平等な取扱は、証券規制における開示主義からは直ちに否定されるものではないかもしれないが、明らかに不公正な取引になりえるため証券取引法の目的達成を阻害するものとして規制されるべきであろう。

このような不公正な取引を規制するものとして、インサイダー取引規制が存在する。また、米国においては、このような情報に関する投資者の不平等な取扱を規制するため、レギュレーション FD が存在する

²²⁹ 近藤 = 吉原 = 黒沼・前掲注(1)140 頁

²³⁰ 法 17 条は、過失責任であるが立証責任が転換されている。近藤 = 吉原 = 黒沼・前掲注(1) 182 頁参照

²³¹ すなわち、法 17 条には抑止機能と補償機能がある。近藤 = 吉原 = 黒沼・前掲注(1)52 頁

²³² 法 205 条の刑事責任は、同旨の機能を有する

²³³ ただし、表示が虚偽であり、若しくは誤解を生ずるような表示であることを知らず、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証明したときは、責任を免れる（改正法 17 条但書）。

²³⁴ 従来から、法 17 条は目論見書以外の文書に対しても適用されると解されていた。近藤 = 吉原 = 黒沼・前掲注(1)182 頁参照

わが国の開示規制は市場の効率性を高める方向に解釈されるべきとすると²³⁵、販売用資料に関しては、表示の適正性を確保するための行政による事前規制は存在しないのであるから²³⁶、法定目論見書における虚偽表示等に対する責任以上に、抑止機能を発揮しうる民事責任規定であることが必要である²³⁷。しかし、従来から、発行開示に対する民事責任規定は機能を発揮していないとの批判がなされており²³⁸、一般の投資者にとって、不実開示を発見することが困難である、損害賠償額の立証が困難である²³⁹、不実開示と損害との因果関係の立証に関する不明確性²⁴⁰、各投資者の損害額が少額である等の制度上の問題が指摘されてきた^{241,242}。上記のように、販売用資料における適正性を確保する事前規制がないため、本来であるならば、販売用資料の適正性を確保する制度が構築された後に、

²³⁵ 近藤 = 吉原 = 黒沼・前掲注(1) 6 頁。わが国の開示制度は、投資者を保護するためのものでもあるが、投資者の投資判断の誤りによって生じた損失を填補することは、市場の機能を破壊するので禁止されなければならない。このような開示制度の目的に鑑みると、勧誘規制に関する投資者保護とは明確に区別されなければならない。しかし、法 17 条が誤解を生じさせる販売用資料における表示に対しても責任を課すものであり、誤解を生じさせる表示とは、投資判断に誤解を生じさせる表示であると考えれば、必ずしも明確に区別されえないであろう。このような場合には、民事責任規定の抑止機能を高めるために、できる限り、そのような表示がなされた販売用資料の使用に対して責任を負わせる解釈が望ましいと考える。

²³⁶ 改正法においては、販売用資料の正確性を確保するための行政規制は存在しないが、販売用資料を事前に届出を要求し、その表示を審査するという制度も考えることから、行政による規制が不可能というわけではないと考える。

²³⁷ 販売用資料を使用する場合には、虚偽の表示または誤解を生じさせる表示をしてはならないとする改正法 13 条 5 項に違反した者に対しては、改正法 205 条 1 号の刑事責任が課せられることから、改正法においても刑事責任による抑止機能も期待できる。

²³⁸ 河本一郎「証券取引法の基本問題 民事責任を中心として」神戸法学雑誌 21 巻 3・4 号 227 頁

²³⁹ 有価証券届出書の不実記載に関する発行者の責任(法 18 条)については、法 19 条において損害賠償額を法定している。

²⁴⁰ 法 18 条における有価証券届出書や目論見書の不実記載に関する発行者の責任については、有価証券を取得するにあたって届出書等を参照したこと、または届出書等の記載を信頼したことを要しないと解されているが、法 17 条の責任については明らかではない。近藤 = 吉原 = 黒沼・前掲注(1) 186 頁参照

他方、米国においては、法 17 条にあたる証券法 12 条(a)項 2 号では、信頼は要求されていない(第二章第一節第二款参照)。また、裁判例により、参照することも要求されないとされている(Sanders 判決、第二章第二節第二款(2)参照)。

²⁴¹ 近藤 = 吉原 = 黒沼・前掲注(1) 184 頁-186 頁。これらの問題に関し、比較法的研究を踏まえて問題の解決を試みた論稿として、黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(一) (五・完)」法学協会雑誌 105 巻 12 号 1615 頁-1687 頁(1988 年)、106 巻 1 号 74 頁-131 頁、2 号 193 頁-293 頁、5 号 765 頁-857 頁、7 号 1189 頁-1254 頁(1989 年)がある。

²⁴² 制度上の問題以外にも、一般的に、わが国では訴訟を提訴して民事責任を追及することを嫌う傾向があるという点が指摘されている。例えば、谷川久「民事責任」ルイ・ロス / 矢澤惇監修『アメリカと日本の証券取引法(下)』(商事法務研究会、1975 年) 581 頁

その使用を認めるべきであったと考えるが、販売用資料の使用が認められることとなった状況においては、これらの問題への対応も含めて、早急に民事責任規定の実効性を高める制度の構築が期待される²⁴³。ただし、法 18 条における責任については、既に上記の と の問題への対応がなされているにもかかわらず、その実効性に関する批判があることから、法 17 条の責任においても損害賠償額を法定し信頼の要件を排除するという対応のみでは、法 17 条において十分な実効性が確保されたとはいえないであろう²⁴⁴。

ここでは、上記の制度上の問題について詳細な検討は避けるが、米国の判例等に照らして、販売用資料の虚偽表示等に対する民事責任に関する若干の問題について述べる。第一に、目論見書の不実記載について、一般の投資者がそれを発見することは困難であるという問題が指摘されたが、そのような問題は販売用資料に関しては目論見書の場合ほどには重大ではないと考えられる。この問題について、虚偽表示の場合と誤解を生じさせる表示の場合に区別して考える²⁴⁵。まず、販売用資料の表示が虚偽として責任追及する場合には、虚偽である目論見書の記載と同様に虚偽である場合と、正確である目論見書の記載と異なり虚偽である場合が考えられる²⁴⁶。前者の場合には、投資者が発見しにくいという問題は生じるが、このような場合に問題は、販売用資料の責任追及の問題としてではなく目論見書の責任追及の問題として解決されるべき問題である。後者の場合は、投資者にとって困難が生じる。仮に、救済されないと考えると、投資者は販売用資料の表示と目論見書の記載の整合性を確認することが要求されるということに等しく、販売用資料を無意味なものにする、もしくは販売用資料における虚偽表示を容認することとなるため、正確な目論見書の記載と異なり販売用資料において虚偽表示がなされた場合には、投資者は救済されるべきである²⁴⁷。しかし、救済すると考えるにしても、投資者は提訴しなければ救済されえないのだから、目論見書の虚偽表示の問題と同様の問題が残る²⁴⁸。次に、販売用資料の表

²⁴³ 民事責任規定によって正確性を確保する制度設計がなされていないならば、不正確な情報を表示する販売用資料が濫用され、換いては、販売用資料が証券市場の効率性を著しく害するものとなるであろう。このように考えると、正確性を確保する制度のない開示は、証券市場にとって有害無益なものである。

²⁴⁴ 法 18 条の責任に関する本文記載の対応が、有効なものでないということを意味するのではなく、仮に、法 17 条において同様の対応がとられたとしても、本文記載の と の問題は残るため、販売用資料に関する行政規制の不存在を勘案すると、残された問題を放置してはならない。

²⁴⁵ 目論見書の記載を不適切に省略することによって異なる意味を有する表示となる場合は、虚偽表示と考える。

²⁴⁶ 虚偽である目論見書の表示と異なり販売用資料の表示が正確な場合も想定できる。後述するように、目論見書の虚偽記載に対しては発行者のみならず、作成者に対しても信頼を要求せずに責任を課すことが適当と考えるため、正確な表示である販売用資料に基づいた投資者であっても、救済されるべきである。脚注(199)参照

²⁴⁷ この問題は、後述の信頼の要件に関する問題に通じる。

²⁴⁸ 目論見書の虚偽表示と異なる点は、この場合の問題は、目論見書の記載と一致さえしていれば生じない問題であるということである。この点から、販売用資料の表示と目論見書

示が誤解を生じさせる表示である場合には、この種の問題は生じないと考えられる。不実記載発見の困難性の問題は、民事責任追及訴訟を入口において挫折させるものであるが²⁴⁹、投資者は自らが販売用資料のいかなる表示によって投資判断を行ったということさえ認識していれば、民事責任追及訴訟を入口において挫折することはないはずである²⁵⁰。

第二に、不実開示と損害との因果関係に関する問題について、法 17 条に関しては、損害賠償を請求するものによる立証としては、不実表示が市場価格に何らかの影響を与えたことを示せば足りると考えるべきとの提案がなされている²⁵¹。この提案の是非はともかく、目論見書の虚偽記載については信頼を要求されることなく発行者に対して責任追及できるとはいうものの、虚偽記載が粉飾決算を隠蔽するためになされるような状況を想定すると、目論見書における虚偽記載が発覚した時点において発行者が既に破綻しているということが考えられるため、法 17 条の責任に関しても目論見書を参照することまたは信頼することを要せず投資者が救済されることが望ましいであろう^{252,253}。もっとも、目論見書において正確な表示がなされている一方で、販売用資料において虚偽表示等がなされている場合や、一投資者が複数の販売用資料を提供され、正確な表示がなされた販売用資料と虚偽表示がなされた販売用資料が並存した場合に困難な問題が生じると考えられる。改正法において、投資者に対する目論見書の交付は強制され、販売用資料における情報は交付を受けた者しか参照できないため、目論見書における虚偽記載等については、正確な表示がなされた販売用資料にもとづき投資判断を行った投資者であっても保護されるべきであろう²⁵⁴。他方、法 17 条が信頼を要求しないのであるならば、正確な表示がなされた販売用資料を有してい

の記載が一致しているかどうかという程度で、かつ事後的なものであっても、行政規制が有効に機能すると考えられる。

²⁴⁹ 黒沼・前掲注(241)105 巻 12 号 1620 頁

²⁵⁰ もっとも、いかなる表示が虚偽表示にあたるかはあいまいな場合が多いと考えられるため、認定が困難という問題は残る。しかし、民事責任追及訴訟を入口で挫折させないという点のみに着目した場合、このように述べることはできる。

²⁵¹ 黒沼・前掲注(241)106 巻 2 号 265 頁-287 頁

²⁵² 発行会社の役員、有価証券届出書の虚偽でないこと証明した公認会計士、元引受証券会社に対する責任(法 21 条)に関しても、投資者が目論見書を参照したまたは信頼したことが要求されるかについて明確ではない。

²⁵³ 信頼を要求しないことが直ちに因果関係があるということにはならないので、虚偽表示と損害との因果関係の立証は残される。米国証券法は 12 条(b)項において、賠償額を法定しているため、虚偽表示と損害との因果関係の立証すら要さない。

²⁵⁴ このように解することで、発行市場においてもっとも信頼できる情報源という目論見書の地位は維持されるであろう。他方、米国の SEC 規則改正提案では、SEC への登録により法定目論見書を交付したと見なし、法定目論見書に記載されていない情報を EDGAR に集積させることとしているため、必ずしもこのように解することはできないであろう。法定目論見書における情報も販売用資料における情報も、ともに投資者が参照したければできるという環境が整っているため、法定目論見書における情報と販売用資料における情報は、発行市場における投資判断にとって法が必要と考えたか否かという違いしかないため、法定目論見書における虚偽記載に関しても、虚偽のある販売用資料と正確な表示の販売用資料が並存する場合と同様に考えられるかもしれない。

たとしても、虚偽表示がなされた販売用資料について投資者は救済されることとなる。販売用資料の表示の正確性を確保するためには厳格な責任を課すことが望ましいように考えられる。しかし、このように責任を課すならば、多くの販売用資料を有する投資者は、一の販売用資料しか有さない投資者よりは、保護されやすいこととなる²⁵⁵。また、そのような保護を期待して、損失が生じた場合のリスクヘッジ目的で販売用資料が収集されることも考えられる。販売用資料が投資判断にとって有益かつ理解しやすい情報を提供するという目的のものであり、販売用資料が、証券市場の効率性を高めるための開示制度であると考えれば、投資者を容易に保護することも望ましくない。このように考えると、一応は、販売用資料の虚偽表示についても信頼を要求しないとしたうえで、当該虚偽表示の重要性を判断するにあたり、不必要な投資者保護にならないように判断されることが望まれる。この点について、口頭通信と目論見書の表示内容の矛盾について判示した、MidAmerica 判決や Carr 判決は参考になるであろうし、自由書面目論見書の虚偽表示に関して、投資判断を決定するまでに取得した情報を総合的に判断して責任を課すことを提案する SEC 規則改正案は参考になるであろう。ただし、市場の効率性を高めるという開示制度の目的に鑑みると、簡単なヘッジ文言や他に正確な情報を有していたということをもって、販売用資料における虚偽記載等に対する責任は免れないと考えるべきであろう²⁵⁶。

第三に、個々の投資者の損害額は少額であるという問題がある。この問題に関して、クラス・アクションの導入が提案されることがある²⁵⁷。本稿においては、クラス・アクションの導入の是非を論じることはしないが、米国における議論²⁵⁸は参考となるであろう。抑止機能を重視する販売用資料に対する民事責任規定に関しては、クラス・アクションは本質的には馴染みやすいと考える。

このように、販売用資料に対する民事責任規定の適用に関しては、従来の目論見書に對

²⁵⁵ SEC 規則改正提案における法定目論見書に記載されていない情報を EDGAR に集積させる制度がある場合には、このような懸念は生じない。法定目論見書に記載されていない情報であっても、すべての情報に対して、投資者が参照したければできるという環境が整っているため、当該情報を表示した販売用資料を有しているか否かに関係なく、Web サイト上に開示された情報をもって、全ての投資者は責任追及をなすこととなる。しかし、情報を集積させる制度がないわが国の改正法では、投資者によっては販売用資料の情報を参照したくてもできないので、そのような投資者を保護することは、ストロングフォームでの効率的資本市場仮説を採用することとなり、現行法の立場から逸脱するため、有していない販売用資料における虚偽表示から保護することは認められない。

²⁵⁶ Dale 判決（第二章第二節第二款(1)、特に脚注（80））参照

²⁵⁷ 近藤 = 吉原 = 黒沼・前掲注(1) 186 頁

²⁵⁸ 例えば、Banoff & Duval, *The Class Action as a Mechanism for Enforcing the Federal Securities Laws: An Empirical Study of the Burdens Imposed*, 31 Wayne. L. Rev. 1 (1984), Coffee, *Understanding The Plaintiff's Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law through Class and Derivative Actions*, 86 Colum. L. Rev. 669 (1986) がある。また、実証研究として、Kennedy, *Securities Cases and Derivative Action in the United States District Court for the Northern District of Texas: An Empirical Study*, 14 Hous. L. Rev. 769 (1977) がある。

する民事責任規定の適用に関する問題以上に複雑な問題がある一方で、行政規制のような販売用資料の正確性を確保する規制を設けずに、販売用資料の使用を認めた本年の改正は時期尚早のものであったのではないかと考えられる。もっとも、販売用資料における情報の正確性を確保するために民事責任規定に頼るのであるならば、厳格な責任を貸さざるを得ないと考えるが、そのことによって、販売用資料の使用の弊害ともなりえるであろう。販売用資料の有効活用を目指すとするならば、その内容等に関する明確な指針を示すなど、今後の対応に期待されるところである。

第四節 総括

米国の証券規制の沿革および現行法を概観し、米国における目論見書規制が、登録届出書の届出が要求される証券の発行に関する投資判断にとって必要な情報を正確に提供する一方で、投資者が投資判断に関する情報を必要とした場合に、正確な情報を投資者が入手できる手段を確保する規制であることを確認した²⁵⁹。他方、わが国の目論見書規制を概観すると、その目的は、米国の目論見書規制とほぼ同様に²⁶⁰、有価証券届出書の届出が要求される証券の発行に関して、全ての投資者に対して当該有価証券の投資判断にとって必要な情報を提供することを確保する一方で、投資者が証券の投資判断の決定に関する情報を必要とした場合に、直ちにその情報を入手できる手段を確保する制度と考えることができる。そして、いずれの証券規制においても、口頭によって情報を提供する場合には、投資者に対して正確な情報を提供することも、投資者が正確な情報を入手しうる手段を確保することもできないという問題があり²⁶¹、口頭によって情報提供がなされる場合には、目論見書規制の目的は達成されえないと考えられる²⁶²。

いずれの証券規制も開示主義を基本とするものであるから、投資者に対して提供される情報の正確性が確保されなければ、証券規制そのものが成り立たない。したがって、口頭によって情報提供がなされる場合においても、その表示に対して厳格な民事責任規制を適用し、口頭による表示の正確性を確保することが期待されているが、わが国においては、証券取引法上の民事責任規定が適用された事例は皆無に近いため、米国における裁判例を通して、口頭による表示と目論見書における記載が衝突する場合等について検討を行った。裁判例によると、口頭による表示と目論見書における記載は代替的な関係にあるため、投

²⁵⁹ 第二章第一節参照

²⁶⁰ 脚注(70)および脚注(207)参照

²⁶¹ 口頭によって情報提供がなされる場合においても、投資者は目論見書の交付を請求できる、また請求しなくても証券取得時までには法定目論見書が交付されるという程度で、正確な情報を入手する手段は確保されている。

²⁶² 米国においては、口頭による表示は目論見書規制の範疇に含まれないと考えられるため、目論見書規制の目的を達成しえないということが違法になるわけではないが、目論見書規制は証券規制の目的を達成するために存在するものであるから、証券規制の目的の達成を阻害するものとして望ましくない。口頭による表示が目論見書規制に含まれると解しうるわが国の証券規制においても、同様のことは言える。

資者が提供された情報を総合して、虚偽表示等にあたるかどうかの判断がなされている²⁶³。また、目論見書によって正確な情報が提供されているとしても、投資者が目論見書を読むことまでは期待されていないため²⁶⁴、口頭による表示に疑念を抱かせるような表示が他に なされているような場合にのみ、当該口頭表示をした者は責任から免れそうである。ただし、口頭によって虚偽表示等を行った場合に、目論見書を確認することを求めたとしても、他の情報源に正確な情報提供を委ねることは認められないから²⁶⁵、当該口頭表示をした者は責任から免れえない。このような裁判例を見る限り、投資者は口頭通信における虚偽表示から、完全とはいえないまでも相当程度に救済されそうである²⁶⁶。もっとも、このことは投資者が虚偽表示等から事後的に救済されうるということを示すが、投資判断にとって必要な情報が正確に提供されることを示すものではない²⁶⁷。

目論見書以外の資料の使用を認めることとした、わが国の本年12月証券取引法改正の背景には、インターネット等やロードショウの有効活用があると考えられるが²⁶⁸、ロードショウがどのようなものであり、それに関して米国においてどのような議論がなされているのかを確認した²⁶⁹。米国において、ロードショウは1970年代から、投資者を一堂に会して行われていたため、単なる口頭通信であり証券規制に違反する疑いはないとされてきた。しかし、近年行われるようになった電磁的媒体を利用したロードショウに関しては、取扱が困難であった²⁷⁰。このような困難に対して、SECは、Gustafson判決の目論見書の意義に鑑みて、電磁的媒体を利用したロードショウが少数の者に対してのみ配信される場合には、目論見書規制に従う必要はないとして、電磁的媒体を利用したロードショウを認めてきた。このようなSECの対応は、電磁的媒体を利用したロードショウの有益性を認めたことに他ならないと考えられるが、選択的情報開示の問題が生じることとなった。電磁的媒体を利用したロードショウの有益性を認めるのであるならば、選択的情報開示の問題が生じない形で解決が望まれる。

法定目論見書以外の文書の使用を認めるわが国の本年12月改正証券取引法および米国の本年11月3日SEC規則改正提案は、口頭によって勧誘がなされる場合の問題やロードシ

²⁶³ MidAmerica 判決（第二章第二節第二款(3)）および Carr 判決（同章同節同款(4)）参照

²⁶⁴ Sanders 判決（第二章第二節第二款(2)）および Carr 判決参照

²⁶⁵ Dale 判決（第二章第二節第二款(1)）参照

²⁶⁶ 第二章第二節参照

²⁶⁷ 「投資者が投資判断に関する情報を必要とした場合に、正確な情報を投資者が入手できる手段を確保する」という目論見書規制のもう一つの機能は達成しえていない。

²⁶⁸ ディスクロージャー・ワーキンググループ報告・前掲注(11)16頁-22頁

²⁶⁹ 第二章第三節参照

²⁷⁰ 直感的には電磁的媒体を利用した情報提供は、書面によってなされるものと同視できそうであるが、書面による情報提供と同視したならば、目論見書規制に従わなければならないため、実質的に、電磁的媒体を利用したロードショウが行えなくなる。電磁的媒体を利用したロードショウの有益性に鑑みると、電磁的媒体を利用した情報提供を書面によってなされる情報提供と同視して、目論見書規制に従わせることは望ましくないと考えたのであろう。

ヨウに関する問題を、同時に解決しうるものとして望ましいと考えられる。しかし、記録として残る販売用資料の性質に鑑みると、正確な情報を提供するという問題に関して、販売用資料は口頭による表示の場合の問題以上に深刻な問題が生じそうである。販売用資料の正確性もしくは投資判断の決定にとっての適正性を確保する制度の構築に関して、非常に大きな問題となるであろう。口頭通信に関する裁判例で検討したように、民事責任の制度上の問題を解決することによって、事後的に投資者を虚偽表示等から保護することは可能であろうし、そのようにすることによって民事責任規定の抑止機能に期待することも可能であろう。情報開示が証券規制の基礎にあり、正確な情報が開示される制度が存在しなければ、証券規制の目的を達成しえないことに鑑みると、わが国においては時期尚早な改正であったように思われる。販売用資料の使用を認めることとなった現在、今後の早急な制度構築が期待される。

他方、米国における SEC 規則改正提案と比較すると、販売用資料の適正性を確保する制度の不存在以外にも、販売用資料において提供された情報を、当該販売用資料を提供されていない投資者が参照できないという制度上の不備があると考えられる。SEC 規則改正提案においては、自由書面目論見書において表示される法定目論見書に記載されていない情報を、SEC の Web サイト上の EDGAR に集積させ、全ての投資者がインターネットを通じてそれらの情報を確認できる制度が提案された。このような制度が存在しなければ、電磁的媒体を利用したロードショーに関して問題とされた選択的情報開示の問題が、販売用資料に関しても生じる可能性がある。法定目論見書の交付を強制することによって、法定目論見書に記載される情報を投資者が入手しうる手段を確保しつつ²⁷¹、法定目論見書に記載されない情報も入手しうることは、より完全開示に近づくため望ましいと考えられるが、法定目論見書に記載されない情報が全ての投資者が参照できる制度でなければ、情報に関して投資者を明らかに不平等に取扱うこととなるため、SEC 規則改正提案のような情報を集積させる制度の構築は不可欠となるであろう。

おわりに

本稿においては、改正法の意義を明らかにしたうえで、投資者を保護しつつ販売用資料を有効活用するという観点から、販売用資料に関する問題について考察した。

証券取引法制定時から著しく発達した情報通信技術や、従来から指摘されてきた問題を前提にすると、販売用資料の使用を認める証券取引法の改正は歓迎されるべきであるように思える。しかし、そこにおける情報の適正性を確保する制度が不十分であり、投資者

²⁷¹ SEC 規則改正案においては、法定目論見書を SEC に登録することによって、投資者に対して法定目論見書を交付したことと見なす制度も提案された。このような制度によって、従来の目論見書規制の目的の一つと考えられた、投資者が正確な情報を入手する手段が確保するという目的について、どのような判断をなすべきかという問題は難題である。

に対して平等に情報を提供する制度が存在しないため、それらの制度に不備がある状態となされた今回の改正は時期尚早なものであったとの結論が得られた。

偶然にも、時を同じくして、米国においても、法定目論見書以外の資料の使用を認めるという点で共通する SEC 規則改正提案が発表された。従来から、開示制度に関する議論は盛んに行われており、特にインターネットが加速的に普及した 1990 年代後半から、現行開示規制の改正を訴える主張が強まっているようである。このような環境において、目論見書規制及び販売用資料に関して考察できたことは、非常に意義のあることであったと考える。他方、考察の結果、販売用資料に関して最も重要な問題は、そこにおける情報の適正を確保する制度が不十分であるということと考えたが、この問題に関して、行政規制や刑事責任規定も含めて考察できなかったことが残念である。また、比較法として米国法を採用したが、同様の問題は他の国においても生じているであろうことに鑑みると、米国法以外との比較ができなかったことも残念である。

販売用資料の使用に関して本稿で指摘した問題に関して、どのような解決策がとられるか、今後の議論及び法制度の整備に期待されるところである。

以上

【参考文献（本文に引用したものを除く）】

- 青木浩子「米国証券開示規制の改正案の概要 証券取引委員会資本形成規制手続小委員会
1996年7月24日最終報告（ ）（ ）（ ・完）」商事法務1482号（1998年）13
頁-19頁、同1483号15頁-23頁、同1484号33頁-40頁
- 浅香吉幹『現代アメリカの司法』（東京大学出版会、1999年）
- 石田眞得「1933年証券法12条2号の『目論見書』の意味」商事法務1412号（1996年）
31頁-33頁
- 岩原紳作「証券市場の効率性とその法的意義」貝塚啓明編『金融資本市場の変貌と国家』（東
洋経済新聞社、1999年）99頁-112頁
- 江頭憲治郎「企業内容の継続開示」『証券取引法体系・河本一郎先生還暦記念』商事法務研
究会（1986年）189頁-214頁
- 大隈健一郎『新版株式会社法変遷論』（有斐閣、1987年）
- 上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫『新版注釈会社法（7）』（有斐閣、1986年）5頁-123頁（神
崎克郎記載）
- 上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫『新版注釈会社法（6）』（有斐閣、1987年）344頁-353頁（龍
田節記載）
- 上柳克郎ほか「証券取引法の改正について（4）」インベストメント24巻5号（1971年）
49頁-74頁
- 河本一郎「証券取引法の基本問題 民事責任を中心として」神戸法学雑誌21巻3・4号
（1972年）222頁-254頁
- 河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本〔第6版〕』（有斐閣、2004年）
- 神崎克郎『証券取引規制の研究』（有斐閣、1968年）
- 神崎克郎「待機期間中の勧誘と目論見書交付」商事法務研究498号（1969年）278頁-286
頁
- 神崎克郎「証券取引法上の民事責任」『商法・保険法の諸問題・大森先生還暦記念』（有斐
閣、1972年）212頁-236頁
- 神崎克郎『ディスクロージャー』（弘文堂、1978年）
- 神崎克郎『証券取引の法理』（商事法務研究会、1987年）
- 神崎克郎「自己責任原則と投資者保護のバランス」『証券取引における自己責任原則と投資
者保護』（（財）日本証券経済研究所、1996年）1頁-14頁
- 神田秀樹「商法におけるディスクロージャーの論理」企業会計 vol.50 No.1（1998年）93
頁-96頁
- 神田秀樹「オンライン証券取引の規制のあり方」『市場改革の進展と証券規制の課題』（（財）
日本証券経済研究所、2002年）1頁-12頁
- 神作裕之「企業内容等の開示手続きの電子情報処理」ジュリスト増刊『あたらしい金融シ
ステムと法』（2000年）68頁-73頁

- 岸田雅雄「不実の情報開示に対する法的責任 アメリカの判例を中心として (1)(2)(3・完)」
 インベストメント 31 巻 5 号 (1978 年) 2 頁-10 頁、同 6 号 2 頁-10 頁、同 32
 巻 1 号 (1979 年) 4 頁-12 頁
- 岸田雅雄「不実の情報開示 商法 266 条ノ 3 を含む 」『企業の健全性確保と取締役の責
 任・龍田先生還暦記念』(有斐閣、1997 年) 411 頁-437 頁
- 岸田雅雄「証券取引法におけるディスクロージャーの論理」企業会計 vol.50 No.1(1998 年)
 97 頁-103 頁
- 岸田雅雄 = 森田章 = 近藤光男編『逐条・証券取引法 判例と学説 神崎克郎先生還暦記念』
 (商事法務研究会、1999 年)
- 岸田雅雄 = 近藤光男 = 黒沼悦郎『アメリカ商事判例研究』(商事法務研究会、2001 年)
- 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 (1990 年) 1 頁-32 頁
- 黒沼悦郎「ディスクロージャー制度の新展開」ジュリスト 948 号 (1990 年) 160 頁-165 頁
 (財)日本証券経済研究所証券取引法研究会/ルイ・ロス = 矢澤惇監修『アメリカと日本
 の証券取引法(上)(下)』商事法務研究会 (1975 年)
- (財)企業財務制度研究会編著『証券取引法における新「ディスクロージャー制度」詳解』
 (税務研究会出版局、2001 年)
- (財)日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場 2002 年版』((財)日本証券経済研究所、
 2002 年)
- (財)日本証券経済研究所『詳説現代日本の証券市場 2002 年版』((財)日本証券経済研究
 所、2002 年)
- 志村治美「証券取引法上の民事責任」『証券取引法体系・河本一郎先生還暦記念』商事法務
 研究会 (1986 年) 555 頁-585 頁
- 清水俊彦「証券取引法 15 条違反と民事的救済 有価証券届出書・目論見書における情報の
 開示とその説明 」判例タイムズ 1059 号 (2001 年) 13 頁-24 頁
- 関俊彦「ディスクロージャーの電子化」『市場改革の進展と証券規制の課題』((財)日本証
 券経済研究所、2002 年) 13 頁-28 頁
- 龍田節「証券取引の法的規制」『現代経済構造と法』(筑摩書房、1975 年)
- 龍田節『証券取引法』(悠々社、1994 年)
- 龍田節「発行者の会社情報開示」『証券取引における自己責任原則と投資者保護』((財)日
 本証券経済研究所、1996 年) 17 頁-43 頁
- 谷村裕「資本市場における投資者保護」『証券取引法体系・河本一郎先生還暦記念』商事法
 務研究会 (1986 年) 1 頁-20 頁
- 田原泰雅 = 端本秀夫 = 谷口義幸 = 吉田修「証券取引法等の一部改正の概要」商事法務 1703
 号 (2004 年) 4 頁-13 頁
- ディスクロージャー研究会編『現代ディスクロージャー論』中央経済社 (1999 年)

野村證券株式会社法務部 = 川村和夫編 / 神田秀樹監修 『注解証券取引法』(有斐閣、1997年)

野村證券法務部訳 / 神崎克郎 = 川口恭弘監修 / デビット・L・ラトナー = トーマス・リー・ハーゼン 『〔最新〕米国証券規正法概説』(商事法務、2003年)

星川長七 『英国会社法序説』(勤草社、1960年)

ポリフシ 「投資者に分かりやすい目論見書 SECのプレイン・イングリッシュ・ルール」
商事法務 1489号(1998年) 36頁-37頁

松原正至 「1933年証券法 12条 2号の流通市場への適用可能性」商事法務 1338号(1993年) 25頁-27頁

山下友信 「証券会社の投資勧誘」『証券取引法体系・河本一郎先生遺暦記念』商事法務研究会(1986年) 317頁-352頁

山下友信 「会社登録制度」『欧米における証券取引制度の改革』((財)日本証券経済研究所、1998年) 58頁-81頁

吉原和志 「ディスクロージャーの簡素化・効率化」『欧米における証券取引制度の改革』((財)日本証券経済研究所、1998年) 3頁-25頁

James E. Shapiro, *Hertzberg v. Dignity Partners, Inc.: Standing to Sue Under Section 11 of the Securities Act of 1933; Reflections on Gustafson*; 15 *BYU J. Pub. L.* 117 (2000)

Jaikaran Singh, *Watch your Mouth: Section 12(a)(2) Liability for Oral Statement Made at Road Shows*; 23 *J. Corp. L.* 541 (1998)

Linda J. Yi, *ROAD SHOWS ON THE INTERNET: TAKING INDIVIDUAL INVESTORS FOR A RIDE ON THE INFORMATION HIGHWAY*; 52 *Duke L.J.* 243 (2002)

Louis Loss = Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, (5th ed. 2004)

Martin I. Kaminsky, *An Analysis of Securities Litigation Under Section 12(2) and How it Compares with Rule 10b-5*; 13 *Hous. L. Rev.* 231

Natalie L. Regoli, *U.S. REGULATION OF PUBLIC SECURITIES OFFERINGS AND DEVELOPMENT OF STANDARDS FOR INTERNET OFFERINGS*; 35 *U. West. L.A. L. Rev.* 151, (2003)

Sarah Beshar, *Developments in IPOs (New Techniques and New Staff Review Priorities)*: 34th Annual Institute on Securities Regulation vol. 1 (2002) at 1355-1393

STEVEN THEL, *SECTION 12(2) OF THE SECURITIES ACT: DOES OLD LEGISLATION MATTER ?*; 63 *Fordham L. Rev.* 1183 (1995)