

「10b-5 訴訟と訴答要件

PSLRA に至る 1980 年以降の判例を素材として」

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

大 坂 彰 吾

目次

序

第1章 アメリカにおける不実表示の成否

第1節 表示

第1項 宣伝文句(puffery)

第2項 数値の表示

第3項 将来の出来事の表示

第2節 不表示

第1項 ブローカーの有する情報の不表示

第2項 リスクの不表示

第3節 原告の事情を考慮した判決

第4節 まとめ

第2章 私的証券訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA))

第1節 立法経緯

第2節 内容

第1項 訴答要件の強化

第2項 将来指向表示に対する安全港ルール

第3節 その背後にある思想 特に将来指向表示に関して

第4節 結果

結び

序

ブローカーが顧客を証券取引に勧誘する際、将来の変動のある事項について断定的判断を提供することは、許されないものとされている¹。では、顧客がブローカーに対しかかる判断の提供を理由として損害賠償を請求できるのは、いかなる場合だろうか。証券取引法は断定的判断の提供による勧誘を禁止しているが(42条1項1号)行政処分を規定するのみで(56条1項3号)私人が損害賠償を直接請求する根拠とはならない。そこで、証券取引法の母法であるアメリカにおける取扱いを参考にしてみる。

アメリカにおいて、日本の断定的判断の提供に近い事例は、10b-5 訴訟において、不実表示(misrepresentation)の成否として争われる。規則 10b-5 とは、1934 年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934、以下取引所法という) 10 条(b)項に基づいて SEC (Securities and Exchange Commission) が制定した詐欺防止条項である。10 条(b)項は、州際通商の手段を用いて、SEC が定める規則に違反して証券の購入または売却に関して相場操縦的または詐欺的戦略もしくは術策を用いることを禁止し、これを受けて規則 10b-5 は、詐欺を行うための戦略、計略、または技巧を用いること、重要な事実について不実表示をすること、詐欺もしくは欺瞞となり、またはその恐れのある行為、慣行または業務を行うことを禁止している。そして、この規則 10b-5 は判例において黙示の訴訟原因とされ²、これに基づく私的な損害賠償請求権が認められる³。

この不実表示は、多くの場合、訴答(pleading)⁴ 手続において被告側の却下申立(motion to dismiss)⁵の成否として争われる。これは、不実表示が証券詐欺として連邦民事訴訟規則(以下民訴規則という) 9 条(b)項の適用があるためである。同条項は、詐欺を主張する私的訴訟において、「詐欺を構成する状況を特定性をもって摘示しなければならない。悪意、意図、知識、その他人の心理状態については一般的に主張することが許される。」としており、かかる主張が不十分だと被告側の却下申立が認容される。本稿ではこのことを訴答要件と呼

¹ たとえば、消費者契約法は、事業者が断定的判断を提供して消費者契約の勧誘をした場合、消費者に取消権を与えた(消費者契約法第4条1項2号)。

² ある法律に明文では私人が金銭賠償などの訴えを起こすことを認める規定はないが、解釈上それが認められる場合をいう(田中英夫『英米法辞典』“implied private right of action”の項(1991))。

³ 以上の 10b-5 に関する記述は、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』103 頁(1999)に拠った。

⁴ 訴答(pleading)とは、訴訟開始後、まず両当事者がそれぞれの主張を交互に書面で相手方および裁判所に伝える手続である(浅香吉幹『アメリカ民事手続法』63 頁(2000))。

⁵ 却下申立とは、訴答段階において、救済が与えられるべきであることを示す請求が原告の訴状に記載されていないという場合に、被告が訴答段階での訴訟の終結を求める申立である(民訴規則 12 条(b)項(6)号)(浅香・前掲注 4・70 頁)。

ぶこととする。

そして近年、証券詐欺事件に関しては、1995年の私的証券訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act of 1995(PSLRA), 15 U.S.C. § 78u-4(b)(1))⁶が制定された。この法律では、10b-5 訴訟に適用される民訴規則 9 条(b)項の解釈を巡って分かれていた判例理論を統一し、かつ、訴答要件を強化することが企図された。

本稿の第一の課題は、1980年以降に連邦裁判所で争われた、ブローカーの不実表示を争点とする民事訴訟を取り出し⁷、分析することである(第1章)。また第二の課題は、それらの事件が争われる中で立法に至った PSLRA の内容を検討し、その立法の背後にある思想を取り出すことである(第2章)。

そして以上の過程を経た上で、ブローカーの将来指向表示について考察する。将来指向表示(forward looking statement)とは、将来の事実の予測、計画、主観的判断等、表示の時点で情報の正誤を判定できないが、将来の結果によって適否の評価が異なる可能性のある表示をいう⁸。たとえば後で触れる Fingar 事件([10]事件)では、勧誘した株式の発行会社が公開買付の候補になっているという情報が問題となっている。本稿の目的は、ブローカーによる将来指向表示というものを、顧客の投資判断に資するものとして促進すべきなのか、詐欺の温床となるものとしてできるだけ排除すべきなのかを検討することである。

⁶ PSLRA については、本文・脚注に現れていない部分でも黒沼悦郎「アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革」神戸法学雑誌 47 巻 3 号 431 頁(1997)及び、黒沼・前掲注 3・130-143 頁に全面的に依拠した。

⁷ 本稿で取り上げられた裁判例は、Key Number を手がかりに検索した。採用した Key Number は、Securities Regulation 60.27(1)(Misrepresentation. -In general.), 60.27(5)(Misrepresentation. -Forecasts, estimates, predictions or projections.), 60.32(2)(Conduct of broker-dealers. -Nondisclosure or misrepresentation.)である。

⁸ 黒沼・前掲注 6・434 頁に拠った。

第1章 アメリカにおける不実表示の成否

本章では、不実表示の成否を巡るアメリカの裁判例を検討する。序で述べたとおり、ほとんどの事件が訴答手続において被告側の却下申立の是非として争われるが、却下申立が棄却された事件でも実体判決までは追跡できないものがほとんどであった。これは和解により終了したためと考えられる。PSLRA 立法に関する議会の証言によると、毎年提起される約 300 件のクラス・アクションのうち 93%は和解で決着し、平均和解額は 860 万ドルであるとされている⁹。そういう意味で、ここでの却下申立の是非は単なる訴訟法的な意味にとどまらず、現実には訴訟の勝敗を分ける分水嶺になっていると言える。

不実表示の裁判例は、大きく表示と不表示で分類できる。表示には、宣伝文句(puffery)、特定の数値がふくまれるもの、そして将来の出来事について表示がある。他方、不表示には、ブローカーが有する情報の不表示、リスクについての不表示がある。また、表示・不表示とは別に、原告の属性を判断要素として取り上げるものがある。

なお、以下の裁判例はいずれも規則 10b-5 を根拠に訴えを提起していることから、特に記述がない場合も金銭賠償を請求する事件である。

第1節 表示

第1項 宣伝文句(puffery)

ブローカーの発言が宣伝文句(puffery, puffing)とされると、いずれも訴訟を基礎付けるに足りず(not actionable)、却下申立が認容されている。これらの発言は、投資家として信頼すべき情報ではないとの評価がなされているものと考えられる。

Zerman v. Ball, 735 F.2d 15 (2nd Cir. 1984) [1].

顧客がブローカー会社とその前 CEO、社長、会長に対して損害賠償を求めた事案である。

訴状によると、原告は 1980 年 7 月 1 日に Hutton 社から 2 つの証券を購入した。一つは 100000 ドルの Government National Mortgage Association 証券 (GNMA 証券)¹⁰を信用取引口座において 104000 ドルで購入し、もう一つは 10000 ドルの Miami

⁹ Senate Rep. No. 98, 104th Cong., 1st Sess. 9 (1995), reprinted in 1995 U.S.C.C.A.N., 679.

¹⁰ GNMA 証券(GNMA certificate)は、政府が引き受けた住居譲渡抵当権 (Government-underwritten residential mortgages)の集合体における部分的利益を証するものである。典型的には譲渡抵当金融会社(mortgage banker)から発行され、連邦政府によって元本と利息の支払が保証される (Abrams v. Oppenheimer Government Securities,

Convention Center 債を現金 10000 ドルで購入した。原告は Miami 債を 1981 年 2 月 25 日に 8300 ドルで売却し、GNMA 証券を同年 6 月 22 日に 79208.05 ドルで売却した。原告は、証券購入が被告の様々な不実表示・不表示(omission)によるものだと主張し、実損害全額、間接損害・懲罰的損害(consequential and punitive damages)、利息、費用の賠償を求めた。これに対し、被告は却下申立をしている。原告が主張した不実表示・不表示は以下のようなものである¹¹。

(a) 被告ブローカーは、“地方債市場が終日上昇しており、午後 3 時半現在も上昇しており、先週もずっと上昇していた”と、事実と異なる表示をした。

(b) Hutton 社は“E.F. Hutton が話すとみんな耳を傾ける”と広告し、それにより原告は被告ブローカーの発言を信頼した

(c) 被告らは信用取引口座(margin account)の性質と、市場が下落するとより多くの資金を請求される可能性を原告に知らせなかった。

(d) 被告らは原告に、満期前に GNMA 証券を売却する可能性があり、その場合市場価格で売却することになると話さなかった。

(e) 被告らは債券購入の際、“時間がもう少ししかなく、すばらしい(marvelous)投資だ”と購入を促した。

裁判所は、Hutton 社の広告スローガンである“E.F. Hutton が話すとみんな耳を傾ける”(主張(b))や、その債券の性質が“すばらしい(marvelous)”といった発言(主張(e))について、「単純に訴訟を基礎付けるに足りない」、「証券法において訴訟を基礎付ける事実の表示を構成しない」と判断した¹²。

また、信用取引口座は市場が下落するとさらに追加差し入れせねばならないこと(主張(c))や、満期前に GNMA 証券を売るならば市場価格で売却せねばならないということと言わなかった(主張(d))という点について、裁判所は、「信用取引口座の性質が原告のサインした契約書に明記されているという事実を無視するとしても、主張されている情報がいかなる投資家も知っているような基本的なものであることは明らかである」から、証券法違反ではないと判断し、被告の却下申立を認めた。

ただし、原告が証券を購入する前に、被告が“州の証券市場は終日値上がりしてお

Inc., 589 F.Supp. 4, 6 (1983)、[6]事件)。

¹¹ 本稿では原告の主張を一部省略している。

¹² 本件では宣伝文句(puffery)という表現は出てこないが、この後の多くの事件で宣伝文句の事例として引用されている。たとえば本稿で紹介しているものでも Newman 事件([3]事件)、Metzner 事件([4]事件)、Cohen 事件([8]事件)がある。

り、午後 3 時 30 分現在も値上がりしており、先週もずっと値を上げている」と、事実と異なる表示をした点(主張(a))については、裁判所は、「かかる表示は事実の一つであって、宣伝文句(puff)でも意見(opinion)でもない」と述べ、「少なくとも Hutton 社に関しては民訴規則 9 条(b)項を満たし十分特定された主張である」と結論付け、却下申立を認めていない。

Frota v. Prudential-Bache Securities, Inc., 639 F.Supp. 1186 (S.D.N.Y. 1986) [2].

投資家がブローカーとその監督者(supervisor)ならびにブローカー会社に対して、ブローカーが投資家の口座で過剰に取引したことは連邦法、州法に違反するとして、損害賠償を求めた事件である。原告が被告の不実表示と不表示を主張したのに対し、被告は訴状の却下を申し立てた。

原告は 1981 年 11 月、ブローカーである Hussein を通して Prudential-Bache に一任勘定口座(discretionary account)を開いた。原告は 2771635 ドルのポートフォリオをこの口座に移し、うち 2424635 ドルを Hussein だけに運用・投資させた。Hussein は 1981 年 11 月から 1985 年 6 月の間の約 920 取引日の間に、原告の口座で 1224 回証券を売買し、そのうち 200 は同じ日に同じ証券を売買し、700 は 30 日以内に同じ証券を売買し、165 は Prudential-Bache が唯一のマーケットメーカー(market-maker)¹³である証券を売買していた。裁判所は、「不実表示と主張されている被告の発言は、“原告の口座は適切かつ慎重に運用されている”というものや、“取引は合理的な方法でなされている”というもの、“自分はあなたのブローカーであるだけでなく、友人であり、親友であり、ファイナンシャルアドバイザーであり、原告の利益を保護すると信頼してよい人間である”などであり、これらの発言は、“よくあるセールスマンの宣伝文句に過ぎず”、10b-5 訴訟を基礎付けるには足りない」と判断し、訴状を補正(amendment)の余地を残して却下した。

Newman v. Rothschild, 651 F.Supp. 160 (S.D.N.Y. 1986) [3].

投資家がブローカーに対して損害賠償を求めた事件である。原告は取引所法 10 条(b)項に基づき、重要な不実表示と不表示があると主張した。被告は却下を申し立てた。

裁判所は、「たとえ原告が当該不実の発言(misstatement)を信頼したと適切に訴答

¹³ 「仕手」: 株式取引で投機を目的として大量の売買をする人。本稿では「マーケットメーカー」で表記を統一する。

(plead)しても、法律問題として重要でない(not material as a matter of law)ものがあり、それを「重要な不実の発言(material misstatement)に対比して“ 宣伝文句(puffery) ”として分類できる」と述べる。そして Rothschild の、“自分が営業で一番だ”、“私があるあなたのために稼ぎます”、“Newman さんは新規発行で儲けることができるでしょう”などの発言は、「宣伝文句のカテゴリーに入り」、「訴訟を基礎付けるに足りない」とした。

また、原告の“信用取引口座はある程度リスクがあり、株価が下落すると追加証拠金請求(margin call)を突然引き起こす”ということを表示していないとの主張に対し、裁判所は「株式市場の基本的な理解しかない人にさえ明白な結果は、開示しなくても証券法違反ではない」とし、「10 条(b)項において訴訟を基礎付けるに足りない」とした。

結論として、裁判所は被告のすべての却下申立を認容した。

Metzner v. D.H. Blair & Co., 689 F.Supp. 262 (S.D.N.Y. 1988) [4].

従業員手当の受託者(employee benefit plan trustee)が、ブローカー会社(brokerage firm)とその現在・過去の代理人、そしてその社長を相手取って損害賠償を求めた訴訟である。問題となった発言は、前の代理人である被告が“(値を下げた購入済みの) 株価は回復する”と保証した(guaranteed)発言、現在の代理人の“顧客を無傷にすることで、前の代理人による損を埋め合わせるつもりだ”という発言、現在の代理人が原告に“前の代理人の無能と不誠実の結果である損害を回復します”と請け負った(assured)発言、などである。

裁判所は、「一般的に、保証や成功の請負は単なる宣伝文句であり、証券法において訴訟を基礎付けるに足りない」と述べ、被告の却下申立を認容している。

これらのほか、後で詳述する Kirkland 事件 ([5]事件) は、“金持ちになれる”とか、“Trans World Corporation 株を買うのが最良の投資だ”といった発言が単なる宣伝文句(puffing)であるとしている。

また、後で詳述する Cohen 事件 ([8]事件) は、被告が“リスクなく大きなキャッシュフローが得られるだろう”と電話で発言したことについて、それだけでは宣伝文句にとどまると判断している。

第2項 数値の表示

特定の数値を表示した場合、当該表示は単なる宣伝文句ではなく不実表示にあたりとされ、却下申立が棄却される。その理由としては、具体的数値の表示は顧客を信じさせやすいこと（Cohen 事件（[8]事件）は、投資家が合理的には信頼し得ないほど信用できないものとは言えないという）またブローカーの行為の悪性が強いこと（たとえば Kirkland 事件（[5]事件）は合理的な事実的根拠がないことを条件としている）が考えられる。

Kirkland v. E.F. Hutton and Co., Inc., 564 F.Supp. 427 (1983) [5].

投資家が口座取扱人(account executives)とブローカーに対して、実損害と懲罰的損害(actual and exemplary damages)の賠償を求めて訴えを提起したのが本件である。原告の主張に対して、被告はそれらが単なる宣伝文句(puffing)ないし意見(opinion)にすぎず、重要な不実表示(material misrepresentation)ではないと主張し、一部サマリ・ジャッジメント(summary judgment)¹⁴を求めた。

裁判所は、“金持ちになれる”、とか、“Trans World Corporation (TWC)株を買うのが最良の投資だ”、といった発言は単なる宣伝文句(puffing)であるとする一方で、“その株式は一株 50 ドルの値をつける”、との予言は、「合理的な事実的根拠がないならば重要な不実表示になりうる」と判断した。そして、当該判決においては「合理的な事実的根拠の有無について結論を下す準備が足りない」として、被告のサマリ・ジャッジメント申立を棄却した。

また被告は、“Texas International という航空会社が TWC を乗っ取るようとしているという内部情報を得ているから、TWC 株は値上がりする”と原告を勧誘した。しかし TWC は乗っ取り計画に対抗すると公表しており、原告は被告がこの事実を開示しなかった点について、被告の責任を主張している。裁判所は、被告に当該情報の開示義務があったかについて検討し、「原告が株式市場についてほとんど知識がなく、大金を失う余裕もなく、投資に精通していないのに比べ、被告は情報へのアクセスが明らかに容易である」、「ゆえに、原告に TWC への投資のリスクを開示しなかったことが重要事

¹⁴ トライアル前の段階であっても、重要な事実に関する真正の争点(genuine issue of material fact)がない場合には、トライアルでの事実認定を行う必要もなく、当事者の申立に基づき、裁判所が法的判断をするだけで終局判決を下すことができる場合をいう（民訴規則 56 条）（浅香・前掲注 4・96 頁）。たとえば本件では、「合理的な事実的根拠の有無」と「重要事実の開示義務違反になるかどうか」という争点が存在するため、サマリ・ジャッジメント申立が棄却されている。

実の開示義務違反になるかどうかについて、重大な疑問がある」として、被告のサムリ・ジャッジメント申立を棄却している。

Abrams v. Oppenheimer Government Securities, Inc., 589 F.Supp. 4 (1983) [6].

1981年2月6日、原告は Oppenheimer Governmental Securities, Inc. (OGS) から GNMA 証券を将来取得する契約を締結した。当該契約は、OGS が 1981年5月20日原告に GNMA 証券を契約時に定めた価格で売却せねばならない、と定めていた。原告は合意した価格に対し 10%の“善意(good faith)”の預金をしなければならなかった。

原告は、OGS の口座代理人である被告 Zurek が不実表示によって約 200000 ドルの GNMA 証券の契約を結ばせたと主張する。訴状によれば、Zurek は原告に、“プライムレート (prime lending rate; 米国大銀行の優良企業に対する短期貸付金利) が 1 ポイント落ちると、GNMA の価値は約 6 ポイント上がる ” と話した。また Zurek はいまだ “GNMA がこんなに安い” のは見たことがないから、GNMA をすぐ買うように勧めた。加えて、Zurek は “善意” の預金で 18%の利益が得られることを原告に約束した。実際にプライムレートがこの取引の後下落したが、GNMA もともに下落した。さらに、原告には “善意” の預金に対して 14 から 15%の利息しか支払われなかった。Zurek はその “善意” の預金が信用取引条項の適用の下にあることを原告に話していなかった。結果として、原告は口座を維持するための OGS の追加証拠金請求(margin call)を拒絶したため、1981年4月13日に OGS が原告の GNMA を公開市場で売却した。被告はそれ以来、市場の状況によって原告の口座が散逸したと主張して、預金された 17500 ドルの返還を拒絶している。原告は本訴訟で 17500 ドルの回復を求めている。

被告は、Zurek がしたと主張される不実表示について、特に GNMA の利益率の結果についてのものは、単なる宣伝文句(puffing)や歴史的事実に基づく意見(opinion based on historical facts)に過ぎず、訴訟を基礎付けるに足りない」と主張し、却下を申し立てている。しかし裁判所は、「予言や予測が、称するところによれば歴史的事実に基づくとしても、特定の状況においては連邦証券法に違反する重要な事実に関する不実表示になりうる」と述べて、被告の却下申立を棄却した。

Newman v. Rothschild, 662 F.Supp. 957 (S.D.N.Y. 1987) [7].

前出の Newman 事件 ([3]事件)の後、原告が訴状を補正した事案である。被告は却下申立をしている。

裁判所は、被告が原告に対し“私があなたのために、リスクなく元本に対して20から30%の利益を稼ぎます”と表示したのを取り上げ、「このように特定のパーセンテージを含むと、前の意見（[3]事件）に上げられたものとは異なるカテゴリーの不実表示になり、この点について訴状は却下されないだろう」と判断し、却下申立を棄却した。

Cohen v. Prudential-Bach Securities, Inc., 713 F.Supp. 653 (S.D.N.Y. 1989) [8].

投資家がブローカーとその代理人に対して連邦証券法違反を理由に損害賠償を求め、被告がそれに対し却下申立をした事案である。

原告は金融について訓練を受けておらず、1979年に引退し、年30000ドルの固定収入で暮らしていた。原告は70年代にJamesに電話で勧誘され、その時点で原告は、“投資目的が自分の資金を危険にさらさないで年間収入を最大化する安全な投資をすることだ”と話した。1986年4月、JamesはCSH-1ホテルとして知られるテキサスの合資会社(limited partnership)に投資するよう原告を何度も非常に強く促した。原告は入手した販売促進資料を根拠に、PrudentialがCSH-1の有限責任パートナー(special limited partner)であり発起人(promoter)だったと主張する。Jamesは“この投資が原告の投資目的に合う”、“リスクなく非常に大きなキャッシュフローが得られるが、チャンスを逃さないためには急がないといけない”と話した。原告は被告らから“タイムリーかつ緊急 すぐご覧ください!!!残り僅少!”と書いてある日付のないメモを受け取った。そのメモは、非課税の13.4%の利益を約束していた。また原告の主張によれば、被告はCSH-1が高収入者用に設計された節税策(tax shelter)であり、通常の固定収入の投資家には不適合であり、また被告はその投資がリスクがあることを原告に知らせていなかった。

裁判所は、「Jamesが電話でした“リスクなく大きなキャッシュフローが得られるだろう”との発言だけだと宣伝文句ラインに近づくが、リスクのない13.4%の利益を約束するメモと一緒にすると、当該表示は単なる宣伝文句とは言えない。」「このリスクのない利益の約束は、投資家が合理的には信頼しえないほど信用できないものとは言えない」と述べた。

さらに裁判所は、「Jamesはまた、当該投資が原告の保守的な投資戦略に適合していると説明すると同時に、Prudentialがその合資会社の有限責任パートナーであり発起人であるという、投資家が知りたい事実を原告に知らせていない。また、当該投資がリスクがあり、節税策として設計され、他の投資がより適合することを原告に知らせていない」として、原告の主張を認めている。

裁判所は被告の却下申立を棄却した。

Shamsi v. Dean Witter Reynolds, Inc., 743 F.Supp. 87 (D.Mass. 1989) [9].

顧客が株式ブローカーに対し、口座をめぐる詐欺を主張して損害賠償を求め、ブローカー側が却下申立をした事案である。

訴状によると、1987年2月、原告は被告 Dean Witter Reynolds (DWR)の従業員である被告 Shames と知り合った。原告は Shames に“ 株式市場でいまだ投資したことはないが、もし銀行より高い利益を得られるリスクのない投資が保証されるなら500000ドルまで投資することに合意する ” と話した。さらに、原告は税金支払のために投資する資金が必要だったので、6週間だけ投資したく、4月15日までに市場から離脱する必要があった。Shames は原告に“ リスクのない10%の利益をその期間に得られる ” と保証し、適合する株式として IBM を勧めた。原告はこの投資に同意し、保守的な優良株(blue chip stocks)、特に IBM に投資するよう指示した。

原告に口座開設書類が届く前に、Shames は IBM よりも評価の確立していない会社の株式を購入し始めた。原告の拒絶と問い合わせに対し、Shames は“ IBM と同じくリスクが低く原告の投資目的に合致している ”、“ このことについては自分を信頼すべきだ ” と述べた。原告はこれらの保証と表示を信頼して、購入のため金銭を送付した。株式購入は1987年10月まで続き、その対象となった株式は最初の投資が IBM その他比較的優良株でなかったように、かなり評価の確立していない会社の株式であった。原告の主張によると、Shames の当該株式が安全で利益が上がるという表示は虚偽かつ誤導的であり、実際それらは変動の激しい株式で、限られた利益配当歴しかないものであった。また被告らは、自分たちが推薦し原告が購入した株式の一つが、DWR を“ マーケットメーカー ” とするものであったことを開示しなかった。

まず裁判所は「株式の将来の値動きに関する一般的な表示は 10b-5 の下では詐欺的とされない。なぜなら、だまされやすい(naive)投資家でさえ株式市場における投資にリスクが伴うことを知っていると考えられるからである。」と述べる(Metzner 事件([4] 事件) を参照している)。また、「ブローカーが自分の投資アドバイスの絶対性を誇るのとは単なる宣伝文句であり、合理的な投資家がだまされる種類の表示ではない。」と述べる(Zerman 事件([1] 事件) と Metzner 事件([4] 事件) を参照している)。

そして、「Shames の株式市場や、特に株式についての楽観的な発言は、ほとんどが訴訟を基礎付けるに足りない宣伝文句のカテゴリーに属する。同様に、被告らが売り注文を出してから売買が完成するまでの時間に株価が下落するかもしれないことを説

明しなかった点は、お人よし(innocent)の投資家でも知っていると思われる基本的な前提である。“株式市場の基本的な理解しかない人にさえ明白な結果を開示しないことはいかなる証券法違反にもならない。”として Zerman 事件 ([1]事件) を引用する。

しかし、「被告らは原告にその短い投資期間に 10%の利益を明示して保証しているが、この程度の特定性により、予測は単なる宣伝文句の領域を抜け出し訴訟を基礎付ける不実表示になる」とする (Newman 事件 ([7]事件) を引用している)。

「加えて、原告の主張によると被告は DWR がマーケットメーカーであることを開示しなかった。ブローカーが推薦する株式へのブローカー自らの利害は、その推薦を投資家が評価するのに大きく影響しうるから、かかる利害を開示しないことは責任の基礎となりうる」と述べ、被告の却下申立を棄却した。

第3項 将来の出来事の表示

将来の出来事の表示が不実表示を構成し訴答要件を満たすかについては、主に規則 10b-5 の要件のひとつである「欺罔の意図(scienter)」の認定が問題となる。そして、「欺罔の意図」を認定する要件として民訴規則 9 条(b)項をいかに解するかをめぐって判例が分かれている¹⁵。すなわち、民訴規則 9 条(b)項は「詐欺を構成する状況を特定性をもって摘示しなければならない。悪意、意図、知識、その他人の心理状態については一般的に主張することが許される」と規定するが、第二巡回区控訴裁判所は同条項第一文を根拠に、欺罔の意図の強い推認(strong inference)を要求する一方、第九巡回区控訴裁判所は 9 条(b)項を文言どおり解釈し、欺罔の意図を一般的に主張すれば足りると解しているのである¹⁶。

本項では、まず将来の出来事の表示を争点とする裁判例である Fingar 事件 ([10]事件) と Filloramo 事件 ([11]事件) を検討する。そして、ブローカーを相手取った訴訟ではないが、特に典型的な第二巡回区控訴裁判所判例 (Acito 事件 ([12]事件)) と第九巡回区控訴裁判所判例 (GlenFed 事件 ([13]事件)) を検討し¹⁷、民訴規則 9 条(b)項の解釈の異同を明らかにする。

¹⁵ 黒沼・前掲注 6・440 頁。

¹⁶ 第 2 章で検討する PSLRA は、これらの判例の統一を企図したものである。

¹⁷ 黒沼・前掲注 6 が脚注(17)で参照する John F. Olson, David C. Mahaffey & Brian E. Casey, Pleading Reform, Plaintiff Qualification and Discovery Stays Under the Reform Act, 51 Bus. Law. 1101, 1108-1110 (1996).

Fingar v. Prudential-Bache Securities, Inc., 662 F.Supp. 1119 (E.D.N.Y. 1987) [10].

原告である Fingar 夫妻が、自分たちの子供の後見人として Western Union Corporation (Western Union)の普通株へ投資し、そこで生じた損害の賠償を被告に求めた事案である。原告は訴状において取引所法 10 条(b)項違反を主張し、被告は民訴規則 9 条(b)項を根拠に却下申立をした。

訴状によれば、原告は 1983 年 4 月、被告 Prudential-Bache Securities Inc. (Bache)の口座取扱人であった Azadian (本事件の被告とはなっていない)と知り合うようになった。Azadian は原告に、所有する M/A Com, Inc. (M/A Com)株を売って Western Union 株を買うよう助言した。原告は、資金貯蓄という投資戦略に一致するとの Azadian の保証(assurances)を得てすぐ、M/A Com 株を売り Western Union 株を 2400 株購入した。しかし Azadian は原告に、Bache とその親会社である被告 Prudential Insurance Company of America (Prudential)自身が、自分たちの口座に約 53800 株の Western Union 株を保有していることを知らせなかった。また Bache の一部門である Bayrock Investment Advisory Services は Western Union の社外普通株式 (outstanding common stock)の 4.9%を 1983 年 4 月に購入していた。1983 年夏から秋にかけて、Western Union 株は値を下げたが、Azadian は繰り返し Western Union 株を保持するよう原告に働きかけた。Azadian が 1983 年夏に原告に見せた Bache の専門家によるレポート Western Union が有望な公開買付候補(a likely tender offer candidate)であると強調しており、被告らはかかるレポートが不正確であることを知っていた。1983 年 5 月、被告らは予期された公開買付が成立しなかったため、Western Union の保有株の大部分を売却することを決め、1983 年春と夏で 29000 株の Western Union 株を売却した。同様の詐欺が 1983 年の残りから 1984 年の大部分まで続き、Western Union の株価は下落を続けた。その間、Azadian は Western Union 株の安全性に自信があると主張し、その助言を確証する専門家レポートを被告に見せたが、同じ期間に被告らは原告には知らせずに計 51000 株の Western Union 株を売却していた。原告の提出した書類(brief)によると、被告らは 1984 年の第三四半期までに Western Union 株をすべて売り払った。1984 年 11 月 21 日には、主要銀行が Western Union への 1 億 800 万ドルの信用限度額(credit line)を撤回し、Western Union の株価は急落、2 日後原告は Western Union 株を売却し、63000 ドルに上る損害を受けた。原告は、被告らが原告に大量の Western Union 株売却計画を知らせなかったことが、Prudential と Bache の間の Western Union の株価を維持する共謀を構成すると主張

する。

裁判所は、民訴規則 9 条(b)項の要件を満たすには、「 特定の事実と その事実を支える原因(sources)、 詐欺の推測を十分に引き出す根拠、を主張しなければならない」とする。そして、 と については要件を満たすが、 について「十分な特定の事実の主張がなされていない」と判断している。すなわち、主張されている不実表示はほとんどが「Azadian によりなされたものであり、被告間の価格維持の共謀を特定できず」、「実際、被告らが Azadian の行動を知り、Azadian が被告らが売却する計画の株式数を知っていたという主張がなされていない」。

また、裁判所は「原告が欺罔の意図(scienter)を推認できるような十分な主張をしていない」とする。原告が詐欺的意図を推認するために主張しているのは、それぞれのレポートが作成、配布されたのは、(1)被告らが公開買付が成立しなかったと知った後であり、(2)被告らが Western Union 株 29000 株を売却した“1983 年春と夏”と同時かその後であり、(3)1984 年に Western Union の信用状態が危機にあったと知り、または知りうべき時の後であること、である。しかし、「主張されているこれらの時期は、一般的な言葉で述べられているだけであり、その時期も重なっているので、詐欺を推測することは許されない」とする。

結論として、裁判所は被告らの却下申立を認めた。

Filloramo v. Johnston, Lemon & Co., Inc., 697 F.Supp. 517 (D.D.C. 1988) [11].

原告は、ブローカー会社である被告 Johnston Lemon & Co. Inc. (Johnston Lemon) と、その従業員で 1982 年から 1986 年初めまで原告のブローカーであった Boorman に対し、損害賠償を求め訴えを提起した。原告は取引所法 10 条(b)項、規則 10b-5 を根拠にし、これに対し被告はサマリ・ジャッジメントを求めた。

この訴訟は、1982 年 12 月から 1985 年終わりの取引の結果を巡り争われている。原告の主張によると、Boorman が 200000 ドル以上の Manor Care 株を売却させ、Johnson Electronics と Megadata に投資するよう詐欺的に勧誘した。原告の理論によると、これは今回の事件とは関係なく以前に支払われた和解金 10000 ドルを取り戻すためと、Johnston Lemon を投資銀行として雇っている Johnson Electornics と Megadata の株式を応援するためだという。

原告の主張によると、1983 年 3 月くらいに Boorman が Johnson Electronics の業績見通しを絶賛した。その大意は“その会社は 1 億ドルに値する契約をしようとしていて(pending)、それは切迫している(imminent)”というものだった。その結果原告は

その株式を購入したが、かかる契約は成立しなかった。にもかかわらず、原告は Johnson Electronics 株を 1983 年 9 月と 1985 年 8 月に購入を続けている。それぞれのときに、Boorman は同じ 1 億ドルの契約の話を繰り返し、“自分は社長と面識があるのだが、2,3 ヶ月のうちに契約すると言っていた”と話したり、“計画が変わったか何かで、先に結んだ約束通りには契約されていない”とうまく言い逃れたりしたためである。原告は計 80000 ドルを Johnson Electronics に投資し、1986 年に売り払うまでに 22000 ドルの損失を被った。

また原告の主張によれば、Boorman は“Megadata は予約プログラム用に開発した高性能コンピューターによって、航空業界中の会社と大きな契約を結びそうだ”と話した。原告はこれによって 1983 年 1 月に Megadata 株を購入、その後も購入を続け、そのたびに Boorman は同じ主張を繰り返した。原告は Megadata への 2 年に渡る約 100000 ドルの投資で、約 41000 ドルの損失を被った。

本件では、被告のサマリ・ジャッジメント申立の是非が議論され、取引所法 10 条(b) 項と規則 10b-5 の欺罔の意図(scienter)の要件を原告が主張できていないかが争われた。

裁判所は、まず「欺罔の意図の要件は、悪意(knowing)もしくは意図的な(intentional) 行為と同じく、向こう見ずな(reckless)行為も包摂する」と述べる。さらに、「原告は悪意、意図的もしくは向こう見ずであることを推認させるならば、被告の心理状態についての直接証拠(direct evidence)でなくても、状況証拠(circumstantial evidence)で足りる」と述べる。そして、「被告らが問題となった取引の前に Johnston Lemon が与えた 1 万ドルの和解金を取り戻そうとしていることと、Johnston Lemon が Johnson Electronics と Megadata の投資銀行になるために被告ら両社の株を顧客に勧めたことを、原告が立証するならば」、欺罔の意図が主張されていないことを理由とするサマリ・ジャッジメントを回避するのに十分である」とする。そして、「原告が実際に 1 万ドルの和解金を受け取っていることは論じる余地はない」。また原告は、Johnston Lemon の従業員の一の “何人かのブローカーに Megadata 株を大量に購入するように頼み、その結果相当な割合の株をわれわれの顧客が有している”との発言を挙げて、Johnston Lemon が Megadata の新規発行(offering)を扱いたいと Megadata に表示したことを立証した。よって、「Boorman の心理状態をめぐる問題についてサマリ・ジャッジメントを回避するのに十分である」と判断した。

裁判所は被告のサマリ・ジャッジメント申立を棄却した。

Acito v. IMCERA Group, Inc., 47 F.3d 47 (2nd Cir. 1995) [12].

投資家が会社とその役員数名に対して起こした訴訟で、その主張は被告が将来の利益についての不実の発言をしたことと、生産プラント検査の悪い結果を開示しなかったというものである。一審は訴状を却下して補正の余地を認めなかった。原告が上訴したのが本件である。

裁判所は、「原告は欺罔の意図の強い推認(strong inference)を支持する事実を主張しなければならない」。そのためには、「詐欺をなす動機もしくはそうする機会を立証する事実、または、向こう見ずなもしくは故意の不正行為の状況証拠を構成する事実」、を主張する必要があると述べる。原告は については主張せず、 を立証するために以下の主張をしている。

(1) IMCERA 役員は、株価の上昇が自分たちの役員報酬(executive compensation)に直結するから、IMCERA の株価を上げようとした。

(2) 被告 Kennedy は 12 月と 1 月の 384000 株売却時に IMCERA の株価を上げて利益を得ようとした。

(3) 1992 年 1 月 28 日の被告 Kennedy の売却において、開示の遅延によって直接利益を得た。

しかし裁判所は(1)について、かかる根拠で欺罔の意図の主張になるならば、「アメリカのあらゆる会社が株価が下がるたび証券詐欺訴訟の被告とならねばならない」ことを理由に、原告の主張を認めない。

また(2)については、Kennedy が 12 月 17 日から 1 月 8 日までにオプションを行使して 350000 株を売却したのは、「FDA が三回目の検査結果を開示する前であり、公衆を欺罔する意図を推認することはできない」と判断した。

さらに(3)については、他の役員は株式を売却しておらず、インサイダー取引であるという不自然さ(unusual)がないので、欺罔の意図を強く推認することはできないとする。

裁判所は、一審の却下判決を支持した。

In re GlenFed, Inc. Securities Litigation, 42 F.3d 1541 (9th Cir. 1994) [13].

投資家が貯蓄銀行(thrift institution)とその役員、管理職に対して損害賠償を求め提起した訴えである。原告の主張は、GlenFed, Inc.の役員と管理職が、GlenFed の悪化する財務状態と適切な内部統制の欠如、市場の下落を隠そうと、不実表示・不表示をした、というものである。一審は原告の訴えを却下、控訴を受けた裁判官 3 名で構成

される法廷(three-judge panel)も一審の判断を支持した。その判断では、第二巡回区判例を採用し、民訴規則 9 条(b)項では欺罔の意図は詐欺的意図の強い推認の根拠となる事実が必要であるとした上で、その要件を満たしていないとする。原告が、民訴規則 9 条(b)項と詐欺的意図の強い推認の要件が相容れるのかどうか、そして、第二巡回区の基準を採るべきかどうかについて、全員法廷での再審理(en banc)¹⁸を求めたのが本件である。

裁判所は、「民訴規則 9 条(b)項は意図、知識、精神状態の主張について何ら要求していない。」「効果が好ましいという理由だけで、民訴規則 9 条(b)項に新たな要件を加えることは許されない。それは、議会の仕事か、連邦規則の改正過程に携わる立法機関、司法機関、諮問機関の仕事である」と述べる。そして「原告は何らかの欺罔の意図の推認(some inference of scienter)させる事実 を主張すればよい」とし、「原告は民訴規則が述べる通り一般的に欺罔の意図を主張してもよい、つまり、欺罔の意図があると言うだけでよい」と結論付けた。

裁判所は一審判決を取り消し、事件を差戻した。

第2節 不表示

第1項 ブローカーの有する情報の不表示

ブローカーが有する情報を開示しないことが 10b-5 訴訟を基礎付けるか否かは、投資家とブローカーの双方の事情を考慮して判断されている。具体的には、投資家側の事情として当該情報の入手可能性や投資判断における必要性、顧客の能力などが考慮され、ブローカー側の事情としてブローカーの専門性、情報へのアクセスの容易性などが考慮される。特にブローカーが取引対象の証券のマーケットメーカーであるという情報は、顧客の投資判断に大きな影響を及ぼし、顧客が知りたい情報であり、かつ顧客自らは知ることが難しいため、その不表示は訴訟を基礎付けるものとされる。

また、多くの場合、ブローカーが顧客に利益のあることを告げた上で、不利益事実

¹⁸ 上訴審では裁判官の合議(conference)で多数決によって判決が下される。連邦控訴裁判所およびほとんどの州中間上訴裁判所の場合、3 裁判官による審理が原則であるが、極めて重要な事件に関しては例外的に、当該裁判所に所属する正規現職裁判官全員（またはその大多数）による法廷で、3 裁判官合議による審理に代えての審理(hearing en banc)、または 3 裁判官合議による判決の後の再審理(rehearing en banc)を、行うこともある(28 U.S.C. § 46(c))(浅香・注 4・158-159 頁)。

を不表示する構造が見られる¹⁹。

Seiler v. E.F. Hutton & Co., Inc., 584 F.Supp. 607 (1984) [14]

この訴訟は、証券ブローカーである E.F. Hutton & Co., Inc. に対し、取引所法 10 条 (b) 項および規則 10b-5 違反を理由に提起され、被告は民訴規則 12 条 (b) 項 (6) 号により却下申立をした。

原告は 1981 年から 1982 年にかけて Texas International Company (TEI) 株を購入した個人である。TEI は、合衆国とカナダにおける原油と天然ガスの採掘、開発、生産と、石油と圧縮・精製された石油製品の購入、取引、加工に従事するデラウェアの企業である。1981 年 7 月 28 日から 1982 年 1 月 19 日にかけて、原告は 43582.86 ドルで TEI の普通株 1000 株とコールオプション 1400 単位を購入した。原告は、これらの購入の際、Hutton 社により発行され Hutton 社の前の証券アナリストによって作成された、重大な誤解を招く一連のレポートを信頼した。たとえばそのレポートは、Eloi Bay という TEI 所有の油田の石油生産見込みについて熱狂的に報告している。実際は、1980 年ころ TEI が Eloi Bay の一部の石油採掘調査 (oil exploration) の延長可能性について調査し始めたが、Eloi Bay をさらに続けて採掘調査するジョイントベンチャーのパートナーを見つけるのが極めて困難だった。すなわち、TEI は 1980 年 10 月に Eloi Bay の構造を 2300 万ドルかけて検査し、環境の厳しさと油田の崩壊のため採掘調査が困難であることがわかったのである。候補となった貸し手は、その採掘調査計画が投機的すぎるため、TEI のローン請求を明確に拒絶し、TEI は自ら開発する資金がなくなり、全体の生産も 1982 年に減少、全体の生産と収益も将来減少すると見込まれていた。

裁判所は、「発行者の財務状態について事実を開示しないことは明らかに証券法において訴訟を基礎付ける詐欺にあたる」と述べる。そして、被告の“原告が請求の基礎としている事実は明白なものであり特別に開示する必要はない”との反論に対しては、「今回のケースの原告は、被告の TEI とその油田の開発、その将来の経済的成功の見込みに関する熱狂的なレポートに信頼している。これらの事柄についての情報は、TEI の財務状態と将来についての情報も含めて、両当事者に等しく入手可能な事実とは言えず、被告は TEI から入手できるが、原告やその他の投資家はまったく聞くことがで

¹⁹ 消費者契約法 4 条 2 項は「当該消費者の利益となる旨を告げ、かつ、当該重要事項について当該消費者の不利益となる事実を故意に告げなかったことにより」と規定し、同様の構造を取る。但し、消費者契約法では「故意」に要件を限定している。

きないものである。ゆえに裁判所は、主張されている不開示の事実が原告に明白なものだという被告の議論を採用しない」と判断した。

裁判所は、被告の却下申立を棄却した。

Bischoff v. G.K. Scott & Co., Inc., 687 F.Supp. 746 (E.D.N.Y. 1986) [15].

原告が証券詐欺を理由に訴えを提起し、被告が却下を申し立てた事案である。

1983年4月、原告は被告Scott社の従業員で登録代理人(a registered representative)である被告Fischerの提案でScott社に口座を開いた。その際、原告はFischerに“子供の大学進学費用が必要だから、投機的取引は10000ドルを上限にしたい”と話し、Fischerはそれに同意した。間もなく、原告はその口座の取引について被告に裁量権を与えた。被告は当初口座に入っていた6つの証券のうち5つを、原告の指示に反して原告の知らないうちに売却し、次の月までに3つの投機的な店頭証券(over-the-counter securities)を購入した。これらはScott社がマーケットメーカーであり、そのことは原告への4月30日と5月31日の月間報告に記されていた。1985年4月まで、被告はそのリスク性を開示せず、投機的な証券の無権代理購入を続けた。原告はその取引を知らせる月間報告を受け取っていたが、被告は“それらの証券の市場価格を被告らが支配し、その価格は証券の本来の価格とは無関係である”ことを原告に知らせなかった。原告は口座の残高が下落したことに気づき、1983年12月と1984年4月に口座を清算するよう被告に求めたが、いずれのときもFischerが、値上がりするから証券を保持するよう助言、原告はFischerの専門的意見を信頼して黙従した。ついに1985年春、口座残高が大きく下落し、原告は被告に口座の清算を指示、この訴訟が12月に提起された。

まず原告は、証券購入に付随するリスクがあることを被告が開示していないと主張しているが、裁判所は「議論の必要はない(requires little discussion)、法は全く明らかなことの開示を要求していない」と述べる(Zerman事件([1]事件)を参照している)。

次に原告は、被告が店頭証券を原告に売却する際、被告が当該証券のマーケットメーカーであることを開示しなかったと主張する。月間報告では原告に知らされているものの、Scottの実際の利益を適切に知らせるのに十分ではない主張しているのである。裁判所は「マーケットメーカーとして行動することは詐欺的ではないが、その事実を開示しないことは10b-5訴訟を構成する」と述べた。そして、「問題は開示が適切かどうかだ」とし、その検討においては「原告が投資に精通していないこと(unsophisticated

investor)と、被告の顧客に対する利益相反の可能性(possible adverse interests to its customer)が要素となる」としている。しかし本件においては、被告がマーケットメーカーであることについての不表示を原告が信頼したと主張されておらず、「原告の損害が被告の不表示によるものであるとの主張がない」ことを理由に、却下申立が認容された。

Kirkland 事件（[5]事件）も不表示を問題にしている。被告は“Texas International 社という航空会社が Trans World Corporation(TWC)を乗っ取るようとしているという内部情報を得ているから、TWC 株は値上がりする”と話して原告を勧誘する一方で、TWCが乗っ取り計画に対抗すると公表していることを開示しなかったとして責任を追究されている。裁判所は被告に当該情報の開示義務があったかについて検討し、「原告が株式市場についてほとんど知識がなく、大金を失う余裕もなく、投資に精通していないのに比べ、被告は情報へのアクセスが明らかに容易である」として、被告のサマリ・ジャッジメント申立を棄却した。

また Shamsi 事件（[9]事件）では、被告が購入を薦めた株式について、被告ブローカー会社とそのマーケットメーカーであることを開示しなかったと主張されている。この点について裁判所は、「ブローカーが推薦する株式へのブローカー自身の利害は、その推薦を投資家が評価するのに大きく影響しうるから、かかる利害を開示しないことは責任の基礎となりうる」と述べ、被告の却下申立を棄却した。

第2項 リスクの不表示

リスクの不表示には、信用取引(margin transaction)のリスクの不表示と、株式市場における基本的なリスクの不表示がある。信用取引のリスクの不表示うち Arrington 事件（[16]事件）と Angelestro 事件（[17]事件）は、信用取引が単なる株価の変動にとどまらず、値下がりした場合に利息支払が大きくなり、信用口座に所有する株式を値上がりを待たずに処分しなくてはならず、大きな損失につながる点を考慮し²⁰、訴訟を基礎付ける不表示とする。他方、同じ信用取引のリスクの不表示でも Zerman 事件（[1]事件）や Newman 事件（[3]事件）では、信用取引のリスクを単なる株式市場に

²⁰ Arrington 事件（[16]事件）の事実の概要を述べた部分で、このリスクが表面化したことが示されている。

おける株価の変動、つまり株式市場における基本的なリスクと変わらないものとして捉えられている。これは、Zerman 事件（[1]事件）が Shamsi 事件（[9]事件）において、株式市場における基本的なリスクの先例として引用されていることからわかる。そして、株式市場における基本的なリスクの不表示は、投資家ならば知っているべきものであり、ブローカーに開示義務はないとして却下申立が認容される（Shamsi 事件（[9]事件） Bischoff 事件（[15]事件））。

Arrington v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 651 F.2d 615 (1981) [16].

1974 年初め、原告は小さな家業をやめて引退し、Merrill Lynch 社に Western Airlines 株に投資するよう依頼した。Merrill Lynch 社の口座取扱人である Richie は、原告のため口座を開設し、Western Airlines 株 20000 株を購入した。

口座開設後、Richie と原告は電話で毎日株式市場について話した。Richie は原告に、“Gulf Oil と Syntex、Monsanto、Stone & Webster 株がいい”、“Merrill Lynch 社のニューヨークのアナリストが短期間（3 から 6 ヶ月）で大きな利益が得られると予測している”と話した。そして、これらの株が買い時になったらいつでも購入するよう勧めた。しかし、Merrill Lynch 社のアナリストは Richie の言ったような予測をしたことはなかった。1974 年 4 月、Richie は原告に信用取引の仕組みを説明し、信用取引における貸付金利請求は購入日のプライムレート(prime rate)の 1%増しだと説明した。原告がその取り決めでどういうリスクが伴うのか尋ねたが、Richie は“リスクはほとんどない”と答え、存在しない短期間のめざましい利益の予測を繰り返した。4 月 22 日、Richie は原告に Gulf Oil を当時の時価 1 株 22 ドルで 2000 株買うよう勧め、その際 Merrill Lynch 社のアナリストの“今が買い時だ”という虚偽の意見を伝えた。原告は Richie の表示を信頼し、口座を信用取引口座に変更、その株式を購入した。1974 年 5 月と 6 月の間、原告は Richie の話と推薦を信頼して、Syntex 株 1500 株と Monsanto 株 1000 株、Stone & Webster 株 1000 株を信用買いすることを委任した。

7 月 15 日には、原告が被告の推薦などなく Western Airlines 株 1000 株を信用買いした。8 月 1 日、原告の信用取引口座の借入は 252664 ドルにのぼり、利息請求は月数千ドルにのぼった。原告は新聞の株式市場レポートを読み、株価が大幅に下落したのを知った。8 月 23 日、原告は最初の信用取引口座維持請求(margin maintenance call)がなされ、8 月 30 日には二度目の請求がなされた。9 月 3 日に三度目の請求がなされた際に原告は Richie と話し、口座を維持するには追加して預金するか、3 つに 1 つの割合でいくつかの株式を売却するかしなければならない、と説明された。信用買いさ

れた4つの株式の購入価格は240807ドルにのぼり、8月26日にはその時価が190500ドルとなっている。

1975年、原告はMerrill Lynch社とRichieに対し、連邦証券法違反を理由に本訴訟を提起し、一審は原告に53820ドルと8月26日から判決までの期間の利息の請求を認める判決を下した。これに対し原告被告両方が控訴したのが本件である。

裁判所は、「値下がりしている市場において信用取引で証券を購入するリスクについての不実表示は証券購入に関連する詐欺である」と判断し、またそれだけでなく「4つの証券についてのMerrill Lynchのアナリストの推薦についても不実表示をなしたといえる」として被告の責任を認め、損害額の再計算のため差戻した。

Angelastro v. Prudential-Bache Securities, Inc., 764 F.2d 939 (1985) [17].

1983年4月4日、原告は自分自身と1977年から1982年にPrudential-Bache Securities, Inc.とその前身であるBache Halsey Stuart Shield, Inc.で信用取引口座を維持し証券を購入した人を代表して(on behalf of)、訴訟を提起した。訴状によると、Bacheは信用取引口座に適用される利率について不実表示をし、また重要な事実を開示せず、そのことが取引所法10条(b)項ならびに規則10b-5に違反するとされる。被告は民訴規則12条(b)項(6)号により却下を申し立てた。一審の地方裁判所は原告の10b-5請求を却下中間上訴(interlocutory appeal)²¹がなされたのが本件である。

判決のなかで裁判所はArrington事件([16]事件)を引用し、信用取引のリスクをブローカーが説明しないことは10b-5訴訟を基礎付けるものであると述べている²²。

Zerman事件([1]事件)では、信用取引口座は市場が値を下げるとさらに追加差し入れせねばならないということを表示していないとの主張がなされている。裁判所は、「信用取引口座の性質は原告がサインした契約書に明記されている事実を無視としても、主張されている情報はいかなる投資家も知っていると思われるほど基本的な情報であるから、証券法違反ではない」と判断し、却下申立を認めた。

²¹ 訴訟中に実体上・手続上の中間的争点についてなされた決定に対してその都度なされる上訴で、原則として許されない。連邦裁判所の場合、許される例として、中間的決定をした裁判官が異見がありうる問題であって中間上訴を認めたほうが事件の最終的解決に資するとした場合には、上級裁判所は裁量によって上訴を許すことができるとする28 U.S.C. § 1292(b)がある(田中・前掲注2)。

²² Rivera v. Clark Melvin Securities Corp., 59 F.Supp.2d 280 (D.Puerto Rico 1999)もAngelastro事件を引用している。

Newman 事件 ([3]事件) では、“信用取引口座はある程度リスクがあり、株価が下落すると追加証拠金請求(margin call)を突然引き起こす”ということを表示していないとの主張がなされた。しかし裁判所は、「株式市場の基本的な理解しかない人にさえ明白な結果は、開示しなくても証券法違反ではない」とし、「10 条(b)項において訴訟を基礎付けるに足りない」とした (Zerman 事件 ([1]事件) を引用している)。

Shamsi 事件 ([9]事件) においては、前述の宣伝文句と並んで、「被告が売り注文を出してから売買が完結する間に株価が下がるかもしれないことを説明しなかった点について、お人よしの(innocent)投資家でも知っていると思われるほど基本的だ」として、証券法違反とならないと判断されている (Zerman 事件 ([1]事件) を引用している)。

Bischoff 事件 ([15]事件) でも、原告は証券購入に付随するリスクがあることを被告が開示していないと主張しているが、裁判所は議論の必要はない(requires little discussion)として、ブローカーが開示する必要はないと判断している。

第3節 原告の事情を考慮した判決

特に原告が投資家として洗練されていたり(sophisticated)、能力がある場合には、実体判決として被告勝訴、すなわち請求棄却判決を下している。却下申立を認容しても訴状の補正(amendment)の余地が認められうるのに対し、実体判決として請求を棄却すれば請求遮断効(claim preclusion)²³が生じて上訴するしかなく、より強く被告を保護することができる。その意味で、不実表示の悪性に比して原告が能力がありだまされる可能性が小さいような場合に、被告を保護する機能を果たしているといえる。

Thompson v. Smith Barney, Harris Upham, 539 F.Supp. 859 (1982) [18].

原告は、被告であるブローカー会社が連邦証券法に違反するとして、填補(compensatory)および懲罰的(punitive)損害賠償を求め訴訟を提起した。

原告は実業家であり、前のアトランタ市長選候補者だった。問題とされる取引当時、彼は架空の会社(a paper company)の中間管理職として給与を得、またパートタイムで自

²³ 原告の請求の根拠となっている事件について、両当事者間では一回の訴訟で解決済とするものである。原告が敗訴した場合には、再度同じ事件についての請求をすることができなくなる障害(bar)の効果が生じ、原告が勝訴した場合には、同一事件に含まれる別の請求について別訴を提起することができなくなる混同(merger)の効果が生ずる (浅香・前掲注 4・147 頁)。

分の仕事の販売もしていた。株取引では限られた経験しかないが、投機的な不動産に投資したことはあった。裁判所は、原告が好ましい投資機会をわかって投資する一般的な能力をもった経験ある実業家だと認定した。原告は被告会社に 1977 年 12 月から信用取引口座を開設し、同月 8 日には、オプションが“ 元来非常に投機的 ”で、“ 不適合な取引 ”だとの記載のあるオプション口座契約書(Option Account Agreement)に署名した。被告会社の従業員で口座取扱人であった Brookshire は、1978 年 1 月に原告に 20 単位の IBM July 240 プット(put)²⁴を購入するよう勧めた。当時、プットは平均的な投資家には余り知られておらず、よく知られた投資形態ではなかった。裁判所の認定では、Brookshire はプットが並外れてリスクのある投資形態であることを特に警告していなかった。Thompson は、プットが何であるか自信がなく、ワラントか、不動産オプションと同様の物に対するオプションの性質の何かを購入したと思っていた。結局その IBM プットが購入され、3 日間で 23%の利益を出して売却された。1978 年 7 月、Brookshire は 50 単位の IBM October 260 プットを購入するよう原告に勧めた。原告はまだプットが何であるかを知らなかった。彼は、何か変わった(oddball)投資とはわかっていたし、前回の経験から短期間に並外れてかなりの利益を得られるのもわかっていた。裁判所が推測するに、原告は経験ある実業家として、リスクがどのくらいかはわからないが株式に固有のリスクよりは大きいリスクを含んでいるとわかり、または疑っていた。しかし原告は特にプットの性質やリスクについて質問せず、Brookshire も自発的に教えることはなかった。そのプットを購入後すぐプットの価格が下落し、1978 年 9 月 7 日に売却するまでに 32652 ドルの損失を出した。

裁判所は、「経験ある実業家なら、並外れた利益のチャンスには、並外れた損失のリスクが通常伴うことを直感的に知っているはずであるから、最低でも被告に質問するべきであり、被告の直感を盲目的に信頼することは許されない」。また「原告の作成したオプション口座契約書があるから、オプション取引に付随するリスクを知らなかったと主張することは許されない」として、被告勝訴の請求棄却判決を下した。

²⁴ 本件の法廷での証言によると、プットは特定の期日までに当該価格で特定数の株式を売る権利を表した証券である。たとえば“ IBM 240 July put ”ならば、1978 年 7 月のある期日までに 240 ドルで IBM 株 100 株を売る権利を表している。プットの価値はその背後にある株式価格が下がれば上がる。プット所有者は、背後の証券の価値が下がることに賭けている。背後にある証券の価値の変化はプットの価格に劇的な衝撃を与える。一夜でプットは倍増もするし、無価値にもなる。また満期日が近づくとその価値は下落し、満期日以後は無価値になる。Thompson v. Smith Barney, Harris Upham, 539 F.Supp. 859, 861-862

Xaphes v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 632 F.Supp. 471 (D.Me. 1986) [19].

原告は弁護士であり、高い教育を受け、金融にも長けた投資家で、2つの州裁判所、3つの連邦地方裁判所、6つの連邦控訴裁判所の法廷に立っている。また特に金融のトレーニングを受けていないが、自ら運用している大きな財産を持ち、市の収入役に二度任命されたことがある。原告は被告の信用取引口座で取引して損害を受けたとして賠償請求訴訟を提起した。

原告は口座の収益性について Billings が、“原告に送られる金銭はすべてオプション取引で生じた利益(net options profits)だ”と言ったと主張するが、他方 Billings は当該金銭がオプション取引で生じた額面以上の額(net options premiums)だと教えたと主張する。

裁判所は、原告が被告の不実表示を信じていなかったと認定した上で、「たとえもし原告が不実表示を信じていたとしても、正当化できない。原告は洗練された(sophisticated)投資家であり、自らの利益と損失を計算できる能力と、それに必要な情報を持っていた。主張された不実表示はとても限られたものであり、被告の洞察力をもってすれば容易に検証し論駁できる」と述べ、被告勝訴の請求棄却判決を下した。

第4節 まとめ

以上、不実表示に関するアメリカの裁判例を見てきたが、そこからいくつかの要素を取り出すことができる。

まず、表示が問題となっている場合、宣伝文句(puffery)に分類される将来指向表示について、裁判所は少なくとも有害という評価をしていない。ただ、これに特定の数値の表示が含まれた場合には、顧客が信頼しやすくだまされやすいものであると同時に、ブローカーの帰責性も高いとして、その将来指向表示は有害なものと評価されている。この基準は、判断する裁判所にとっても、予防措置を講ずるブローカーにとっても明確な判断基準といえる²⁵。しかし、以上の二つの分類には入らない将来指向表示に関しては、第1節第3項でみたように訴答要件の解釈を巡り判例が分かれており、これが第2章で検討する PSLRA 立法につながることになる。

他方、不表示が問題となっている場合、対象となる情報は将来についてのものではな

²⁵ かかる態度は、日本の金融商品販売法3条1項各号が説明義務の対象となるリスクを限定列挙したものと同一であるといえる（大前恵一郎「金融商品の販売等に関する法律の概要」金融法務事情1582号26頁(2000)）。

く、現実にブローカーが有している事実や証券等のリスクについての情報である。ここでは顧客の能力とブローカーの専門性を比較し、当該情報がいずれからアクセスできるかを考慮して、ブローカーのみがアクセスできるものであれば不表示が不実表示に該当し、逆に顧客も容易に知りうるし、また知るべきであるものであれば、不表示も許されるという判断構造が見られる。リスクの不表示も同様に考えられ、信用取引のリスクについては判断が分かれているが、結局は顧客とブローカーのいずれが当該情報へのアクセスがしやすいかという基準で判断がされている。また、不表示が訴訟を基礎付けると判断される多くの場合には、顧客の利益となる情報を先に提供してから不利益な情報を不表示するという構造もみられる²⁶。

最後に顧客の投資家としての能力が高い場合には、ブローカーの不実表示を問題とせず、むしろブローカーの訴訟の負担を軽減すべく被告勝訴の実体判決を下している²⁷。

²⁶ 前掲注 19 参照。

²⁷ かかる態度は、金融商品販売法 3 条 4 項 1 号が、「特定顧客」を相手とする場合には説明義務を負わないと規定すると同じと言える（大前・前掲注 25・25 頁）。

第2章 私的証券訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA))

私的証券訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA))は、10b-5 訴訟における民訴規則 9 条(b)項の解釈を巡り分かれていた判例を統一しようと制定された。本章は、第 1 節で PSLRA の立法経緯として立法作業中になされた議論を紹介した後、第 2 節でその立法内容に触れ、第 3 節で本立法の背後にある思想、特に将来指向表示に関する思想を取り出し、第 4 節では本立法によっていかなる結果が生じたかを見る。

第1節 立法経緯²⁸

1995 年 6 月、この法案が上院を通過するときには、原告が“強い推認(strong inference)を支持する特定の事実を主張すること”を要求していた。上院の委員会の報告書によれば、この“基準は第二巡回区控訴裁判所の訴答要件に則っている”。上院を法案が通過する直前に、Specter 上院議員が次のような訂正 (Specter 訂正) を加えた。

「(A) 被告が詐欺をなす動機(motive)と機会(opportunity)を有していたことを示す事実を主張するか、

(B) 被告による意図的な不正行為か向こう見ずさ(recklessness)の強い情況証拠となる事実を主張するか、

によって、被告が要件とされる心理状態で行ったという強い推認」²⁹。

しかし、法案が下院と上院の代表者による協議から出ると Specter 訂正はなくなっていた。協議報告書(the Conference Report)のほとんどを起草した Christopher Cox 下院議員は、“新しい訴答要件は第二巡回区の基準に一部よっているだけであり、”“協議委員会(the Conference Committee)は訴答要件を厳格にしようとしており、第二巡回区の判例を訴答要件に翻訳して条文化するつもりはない。”と述べている。結果として、動機、機会、向こう見ずさという第二巡回区判例で用いられた言葉を削除したのである。

両院が協議報告書を是認したあと、法案は大統領に送付された。1995 年 12 月 19 日、Clinton 大統領は訴答要件と Specter 訂正の削除を引用して、本立法に対し拒否権を行使した(vetoed)。大統領は拒否理由書(veto message)の中で、法案が正当な請求を有する投資家に対して裁判への道を閉ざしてしまう効果を持つのではないかと、憂慮を示している。

その後、大統領の拒否権をめぐる議論が起こり、上院では Sarbanes 上院議員と Specter

²⁸ cf. Olson, Mahaffey & Casey, *supra* note 17 at 1115-1122.

²⁹ Acito 事件 ([12]事件) が引用する *In re Time Warner Inc. Sec. Litig.*, 9 F.3d 259 (2nd Cir.1993)の基準を条文化したとの説明がなされている。

上院議員を中心とするグループが、上院が大統領の拒否権を支持するよう促した。彼らは協議報告が第二巡回区の基準より厳しい訴答要件を作成したと主張した。しかし、議会の他の議員は、協議報告は第二巡回区の訴答要件から実質的に異なっていないと主張した。

結局 PSLRA は、大統領の拒否権を覆して 1995 年 12 月 22 日に制定された。

なお、PSLRA は訴答要件の強化のほかにも様々な規定を含んでいる。本稿との関係では、将来指向表示に対する安全港ルールが重要である。

第2節 内容

第1項 訴答要件の強化

連邦民訴規則 9 条(b)項は「詐欺を構成する状況を特定性をもって摘示しなければならない。悪意、意図、知識、その他人の心理状態については一般的に主張することが許される。」と規定する。

第 1 章第 1 節第 3 項で見たように、第二巡回区控訴裁判所は第一文を根拠に、原告が「欺罔の意図」の「強い推認を」支持するような特定された事実の訴答を要求していた。他方他の巡回区では、第二文を文言どおり解釈しており、原告が被告の意図を示唆するような具体的事実をなにも摘示しなくても、却下申立を回避できることになる³⁰。これら判例を統一し、かつ訴答要件を強化することが企図された。

PSLRA は次のように規定する。

「申立は、誤解を生じると主張する表示を特定し、なぜ誤解を生じるかという理由、不実表示に関する主張が情報または信念に基づいてなされている場合には、その信念を形成したすべての事実を特定して行われなければならない(取引所法 21D 条(b)項(1)号)。

申立は、被告が責任要件とされている主観的状态で行為したことを「強く推認」(strong inference)させるような特定の事実を摘示してなされなければならない(同項(2)号)。

これらの要件を満たさないときは、申立は却下され、却下の申立がなされている間、ディスカバリーの手続は停止(ステイ)される(同項(3)号)。」

PSLRA による訴答要件の強化は、本稿の流れから言えば、将来の出来事の表示を理

³⁰ cf. Olson, Mahaffey & Casey, *supra* note 17 at 1108-1110.

由とした訴訟を困難にすることによって、ブローカーによる将来指向表示を促進するものと考えられる。なお、第二巡回区判例は(1)号を要求していないが、第1節の立法経緯を見てもわかるように、PSLRAの基準が第二巡回区判例と同等のものか、より厳格なものかは不明確なままである。

第2項 将来指向表示に対する安全港ルール

安全港ルール(safe harbor rule)とは、当該規則を遵守していれば、規制の発動を免れ、あるいは法律上の責任を問われないとされる一連の規則をいう³¹。PSLRAは将来指向表示に対して安全港ルールを設けることにより、一定の場合には事実審理に入る前に、却下申立(motion to dismiss)を認めようとする。その目的は、将来指向表示が投資家にとって有益であることを前提に、訴訟の脅威から表示者を保護して将来指向表示を促進する点にあるとされる。

この法律により定義される将来指向表示については、将来指向表示であることが明示され、かつ、現実の結果を将来指向表示における結果から乖離させる重要な要因が何であるかを指摘する、意味のある注意表示(meaningful cautionary statements)がなされている場合など³²には、民事責任は成立しないとされた。

ただし、安全港ルールの適用を受ける対象者は、(1)発行者、(2)発行者のために行為する者、(3)発行者に雇われ、発行者のため表示をなす外部の審査者、(4)引受人(発行者に由来する情報に関する場合に限る)となっている(証券法27A条(a)項、取引所法21E条(a)項)。すなわち、ブローカーによる将来指向表示は除外されているのである。

第3節 その背後にある思想 特に将来指向表示に関して

では、PSLRA立法は、将来指向表示について、いかなる思想、態度を採っているの

³¹ 黒沼・前掲注3・7頁。安全港ルールを遵守していなくても、直ちに規制が発動され、あるいは法律上の責任が問われるわけではない。

³² このほか、重要でない(immaterial)場合、自然人による表示の場合には、その者が将来指向表示が不実または誤解を生じることを現実に知っていたこと(actual knowledge)を立証できなかった場合、また、事業主体による表示の場合には、当該主体の執行役員によって表示がなされ、また執行役員の承認を経て表示がなされたものであること、および、そのような表示または承認が、現実の悪意をもってなされたことを立証できなかった場合、のいずれかに該当すればよいとされる。

であろうか。

まず、訴答要件の強化についてはどうか。ここでは、基準を第二巡回区控訴裁判所のもと同等またはそれ以上に厳格化し、統一した。第1章第1節第3項で扱った *Fingar* 事件（[10]事件）で引用されている判例³³が述べるところによると、民訴規則9条(b)項の目的は(1)詐欺的行為で訴えられる被告が対応できる十分な情報を持てるようにし、(2)不当な訴訟によって被告の社会的評価と善意が害されるのを防ぎ、(3)和解で利益を得ることを狙って提起される根拠のない訴訟の可能性を減らし、(4)根拠のない請求で裁判所の時間が浪費されるのを防ぐ点にあるとする。とすれば、訴答要件を厳格化したということは、顧客にクラス・アクションを提起させて、それによる威嚇、監視により証券取引の適正を保つという立場ではない。将来指向表示を理由とする訴訟提起を困難にし、ブローカーによる将来指向表示の促進を狙っているのである。

また、安全港ルールに見られる思想は、将来指向表示が投資家にとって有益であることを前提として、訴訟の脅威から表示者を保護することにより、将来指向表示を促進しようとするものである。しかし、ブローカーによる将来指向表示は除外されている。これはどのような態度を取っているのだろうか。まず、安全港ルールは決してその適用がないからといって法律上の責任が問われるわけではない³⁴から、ブローカーによる将来指向表示が詐欺の温床として許されないという評価をしているわけではない。すなわち、ブローカーの将来指向表示を促進するわけでも、抑制するわけでもなく、第1章第1節第1項で検討した宣伝文句(puffery)と同様に解しているものと考えられる。

すなわち PSLRA は、訴答要件の強化によってブローカーによる将来指向表示を促進する一方で、安全港ルールによって将来指向表示をさらに保護するわけではない、という微妙なバランスを取った態度を採っているのである。

第4節 結果

本稿第1章で検討した裁判例は、Key Number によって検索したものである。しかし、そのほとんどが80年代のものであり、90年以降の裁判例は1件のみであった³⁵。これにはいくつかの原因が考えられるが、一つはPSLRA 制定の結果を表していると考えられる。

³³ *Decker v. Massey-Ferguson, Ltd.*, 681 F.2d 111,114-15 (2d Cir.1982).

³⁴ 注31参照

³⁵ 注22の *Rivera* 事件である。

すなわち、PSLRA が連邦裁判所のみを対象としていたため、厳格化された訴答要件を避けるため事件が州裁判所へとシフトしたことである。Grundfest 教授と Perino 教授による実証研究によると³⁶、1996 年中に 70 社が州の裁判所で訴訟提起され、うち州裁判所にのみ係属しているのが 40 社、30 社は連邦と州の両方の裁判所に係属し、70 社中 59 社が公開会社である。1994 年の州裁判所における訴訟提起は 41 件であり、公開会社の証券取引における詐欺の主張が 1 件であったから、公開会社の証券取引の事件が州裁判所にシフトしたことがわかる。

なお、この州から連邦への事件のシフトについては、議会在が 1998 年証券訴訟統一基準法(Securities Litigation Uniform Standards Act)を制定し、全国的な市場で取引されている証券に関する詐欺を理由とする一定のクラス・アクションを連邦裁判所のみで提起できるようにし、そこではクラス・アクションに関する統一ルールのほか、連邦法が適用されるように確保したようである³⁷。

³⁶ 黒沼・注 6・463 頁で引用されている Joseph A. Grundfest & Michael A. Perino, *Securities Litigation Reform : The First Year's Experience* (Stanford Law School, Working Paper No.140, Feb. 1997), available on the internet at <http://securities.stanford.edu/research.html>.

³⁷ 黒沼・注 3・141-143 頁参照。

結び

ブローカーによる将来指向表示は、顧客の投資判断に資するものとして促進すべきなのか、詐欺の温床になるものとして排除すべきなのか。

PSLRAを見ると、訴答要件の強化によってブローカーによる将来指向表示を促進する一方で、安全港ルールでは保護を与えていないという微妙なバランスを取っている。これは、ブローカーの将来指向表示というものが、顧客の投資判断に資することを認めながらも、詐欺の温床になる危険を考えざるを得ないからであろう。

では、大統領がPSLRAに対し拒否権を行使した点は、将来指向表示を排除せよという動きなのだろうか。そうではない。大統領は拒否理由書の中で、法案が正当な請求を有する投資家に対して裁判への道を閉ざしてしまう効果を持つことを恐れているのであって、将来指向表示を促進すべきかという価値判断は行っていない。顧客に訴訟というツールを与えることで、証券取引の適正を図りたいという意味を持つに過ぎない。

他方で第1章の裁判例を見ると、将来指向表示にあたるのは、第1節の宣伝文句、数値の表示、将来の出来事の表示の三つである。将来の出来事の表示はPSLRAで検討したから除くとして、残るは宣伝文句と数値の表示である。裁判所は、宣伝文句を顧客が信頼すべきでない表示と捉え、却下の理由として認めないが、これが具体的数値を伴うことによって、却下申立を認容する理由とする。この宣伝文句との分岐点は、具体的な数値を伴うかどうか、これ以外には見当たらない。ここから抽出できる要素は、詐欺の温床となるということと、排除する表示を分類する場合の判断基準が明確であるということである。詐欺の恐れについては、Kirkland事件([5]事件)は、合理的な事実に根拠がないならばサマリ・ジャッジメントにより被告勝訴となるとしている。また判断基準が明確であれば、裁判所としても判断を下しやすいし、ブローカーとしても予防策を講じやすい。

しかし、将来指向表示ではないが、第1章第2節で検討した不表示については、裁判所は顧客とブローカーの地位、能力の相違を考慮し、広くブローカーによる情報提供を認める傾向を読み取れる。裁判所が、ブローカーが顧客よりも優位に立ち、またもっとも顧客に近い情報提供者であるという思想は有しているのは間違いない。

したがって、ブローカーの将来指向表示を促進すべきか、排除すべきかは、ブローカーの高い情報収集・処理能力を顧客のために有効に利用し、顧客がよりよい投資判断をできるようにする面と、他方で将来指向表示に必然的に伴ってしまう詐欺の危険という面、さらには排除する表示を分類するとした場合の判断基準の明確性という面、の3つの要素を合わせて考慮することになる。

以上