

イギリス法における 不実の企業情報開示に関する民事責任

—判例法の展開—

川島 いづみ

I はじめに

このところ、有価証券報告書の虚偽記載により投資者が被った損害の賠償について、重要な最高裁判決が相次いでいる。最判平成23年9月13日(民集65巻6号2511頁)は、いわゆる西武鉄道事件について、当該虚偽記載がなければ投資者が当該上場株式を取得することはなかったとみるべき場合、当該虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、「投資者が、当該虚偽記載の公表後、上記株式を取引所市場で処分したときはその取得価額と処分価額との差額を、……基礎とし、経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を上記金額から控除して」これを算定すべきとの立場をとることを明らかにし、また、ライブドア事件に関する最判平成24年3月13日(金判1390号16頁)も、取得時差額に限定すべきではないとの立場をとり、虚偽記載の発覚によって売り注文が殺到したことによる値下がりも、当該虚偽記載と相当因果関係のある損害であるとの立場をとっている。このような損害額の算定方法については、今後さらに議論が重ねられるものと予想される。また、金融商品取引法の民事責任規定自体についても、近年、種々の観点から議論のあるところである¹⁾。

本稿は、イギリスにおける不実の企業情報開示、すなわち、主に目論見書の不実記載等(不実の発行開示)と計算書類等の不実開示等(不実の流通開示)に関する民事責任について、イギリスの判例法の展開について検討することを主眼とするものである。イギリスでは、不実の企業情報開示に関する民事責任は、19世紀後半以降、詐欺的な目論見書を

1) たとえば、加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究11巻344頁(2011年)、田中亘「判批」ジュリスト1405号186頁(2010年)、岩原紳作ほか「金融商品取引法セミナー(第11回・第13回)民事責任(1)・(3)」ジュリスト1397号81頁・同1403号112-113頁(2010年)。無過失責任に対する疑問として、川島いづみ「判批」金判1320号19頁(2009年)、前越俊之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』—合衆国連邦最高裁判所 Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Boudé 判決とその示唆を中心に—」福岡大学法学論叢53巻4号384頁(2009年)。

使って株式等により資金調達を行った事案について、制定法規定の整備に先行して判例法が形成されてきたのに対して、不実の流通開示について取締役等の民事責任を認めることについては、判例法は極めて慎重な態度をとり続けている。しかしながら、不実の目論見書等について形成された判例法は、不実開示とそれによる損害とを考える上で、参考になるものであり、また、制定法を含めて、不実の流通開示に対するイギリス法の態度は、比較法的に興味深いものであるように思われる。

以下、Ⅱにおいて、判例法の展開を理解するために必要な限度で、民事責任に関する制定法規定の変遷を、不実の目論見書等に関する民事責任規定を中心に辿り、次に、発行開示と継続開示に関する現行の民事責任規定の内容を確認する。そして、Ⅲにおいては、まず1で、コモン・ローにおける不実表示に関する不法行為責任の全体像を確認して、ポイントとなる判例を概説し、2において、目論見書の不実開示に関する判例法が形成された19世紀後半から20世紀初頭の判例を概観する。続いて、3と4において、賠償請求者の範囲と賠償額の算定に関する判例の立場を検討し、5では、継続開示に関して最近現れた判例を取り上げる。最後に若干の点をまとめてむすびに代える。

Ⅱ 民事責任に関する制定法規定

1 目論見書等の不実開示に関する制定法規定の沿革

[1] 19世紀の会社法と1890年取締役責任法の成立

イギリスでは、準則主義による株式会社の設立が認められた当初から、設立登記の添付書類として、目論見書の会社登記官への提出が求められていた。すなわち、一般的に登記による会社の設立を認めた1844年登記法 (the Joint Stock Companies Registration and Regulation Act of 1844, c. 110, 7 & 8 Vic.) 4条は、すべての目論見書 (Prospectus or Circular, Handbill or Advertisement, or other such Document at any Time addressed to the Public, or to the Subscribers or others, relative to the Formation or Modification of such Company) の写しを、設立登記の際に、会社登記官へ提出することを求めていた。ただし、目論見書の記載事項等に関する規定は、未だ設けられていなかった。1867年会社法 (the Companies Act, 1867, c. 131, 30 & 31 Vict.) の38条では、目論見書には、目論見書の発行前に会社または発起人・取締役等が締結した契約の日付および当事者を記載すべきこと、目論見書に係る記載を欠く場合には、発起人らの詐欺とみなされる (shall be deemed fraudulent on the part of the promoters, ……) 旨などが規定されており、当時、詐欺まがいの株式会社設立が問題視されていたことが窺える²⁾。

2) その後の判例では、包括的なこの規定の適用をどのように限定するかが問題とされていたようであ

19世紀末に至り、1889年の *Derry v. Peek* 貴族院判決³⁾ を契機として、1890年取締役責任法 (the Directors Liability Act, 1890, ch. 64, 53 & 54 Vict.) が制定される。この法律の主眼は、目論見書の不実記載 (untrue statement) について、取締役等の過失責任を規定し、しかも、立証責任を転換して、被告取締役等の側に無過失の立証責任を負わせたところにある。たとえ書面の真実性についての信頼が誠実に抱かれていたとしても、その信頼が不注意に (carelessly) 抱かれたものであったときは、取締役等に民事責任が課されることが明らかとされた。責任の主体は、当該目論見書等の対象となる株式や社債を発行する会社の取締役、取締役となることを引き受けた者、当該会社の発起人、および、目論見書の作成・交付について授権した者とされ、対象となる開示書類は、目論見書、通知 (notice)、または、目論見書に添付・追加され、綴じ込まれた報告書、覚書等である。ただし、当該目論見書等が、(a) 専門家または公的文書の権威に基づいて作成されたものでないときは、取締役等が、当該記載が真実であると信ずる合理的な理由を有していた場合、(b) 技術者、評価人 (valuer)、会計士もしくはその他の専門家によるもの、または、それらの専門家の報告書または評価書の複写または要約であるときは、取締役等が、その作成者にその能力があると信ずる合理的な理由を有していた場合には、不実記載について責任を負わないことが規定された (同法3条1項(a)号・(b)号)。

[2] 1900年以降の会社法の民事責任規定

1900年会社法 (the Companies Act, 1900, ch. 48, 63 & 64 Vict.) は、初めて目論見書の記載事項を法定し、目論見書についてより厳格な規制を整備した (これに伴い、1867年法38条は廃止された)。目論見書の会社登記所への届出とそれ以前の目論見書の発行禁止 (同法9条)、目論見書の記載事項を定める10条1項の遵守を放棄することを株式・社債の引受人に求める旨の条件等を目論見書等に記載しても、そのような条件は無効であること (同法10条5項)、目論見書に記載した契約条件は、制定法上の株主総会に先立って変更できないこと (同法11条) 等が定められた。目論見書に責任を負う取締役その他の者は、10条の要件の不遵守について、不開示があることを認識していなかったこと、または、事実に関する誠実な誤りから当該不遵守が生じたことを立証する場合を除いて、責任を負うものとされた (同法10条7項)。目論見書の意義については、「会社の株式もしくは社債の引受または取得を公衆に勧誘する目論見書、通知、回状、広告、またはその他の勧誘 (any prospectus, notice, circular, advertisement, or other invitation) を意味する。」と定められた (同法30条)。

る。A. F. Topham (ed.), *Company Law: A Practical Handbook for Lawyers and Business Men* by Sir F. B. Palmer, 10th ed. (1916), at p. 359.

3) *Derry v. Peek* (1889) 14 App Cas 337.

1908年には、1908年会社（総括）法（the Companies（Consolidation）Act, 1908, ch. 69, 8 Edw. 7）が制定され、目論見書については、1890年取締役責任法と1900年会社法の規定が総括され、目論見書の不発行会社が株式・社債を割り当てることの原則禁止（同法82条）等が定められた。その後も、会社法の改正を経るごとに、目論見書の記載事項等に関する規定は詳細になっていくが、不実記載に関する取締役等の責任は、一貫して立証責任の転換された過失責任とされている⁴⁾。会社総括法ごとに具体的な条文を挙げれば、1929年会社法（the Companies Act, 1929, ch. 23, 19 & 20 Geo. 5）37条⁵⁾、1948年会社法（the Companies Act, 1948, c. 38, 11 & 12 Geo. 6）43条⁶⁾、そして、1985年会社法（the Companies Act 1985, c. 6）67条となる。

1985年会社法67条では、会社の株式・社債の引受けを目論見書によって勧誘する場合に、目論見書を信頼して株式・社債を引き受けた者（those who subscribe for any shares or debentures on the faith of the prospectus）が、目論見書に含まれる不実の記載を理由に（by reason of any untrue statement）被った損失または損害について、取締役等に賠償責任が課されており、賠償責任を負う者は、原則として、(a) 目論見書発行の際に当該会社の取締役である者、(b) 目論見書に取締役または取締役となることに同意した者として氏名・名称が記載されることを承諾し、氏名等が記載された者、(c) 当該会社の発起人である者、ならびに、(d) 目論見書の発行を承認した者、とされる。

ちなみに、1989年会社法（the Companies Act 1989, c. 40）131条は、1985年会社法に111A条を追加して、民事責任に関する部分改正を行っている。コモン・ロー上、Houldsworth v. City of Glasgow Bank 事件の貴族院判決⁷⁾により、被告が会社である場合には、株主は、まず入社契約を解約して会社の構成員であることをやめた後でなければ、当該会社から損害賠償を受けることはできないとされていた。この点について、111A条は、「現在もしくは従来から株主であること、株式の申込みもしくは引受けに関する権利を有すること、または、株主名簿に登載されていることのみを理由として、会社から損害賠償またはその他の補償（damages or other compensation）を受けることが妨げられることはない」と規定している。

4) イギリスの発行市場規制については、王子田誠「イギリス法における発行市場規制」民商法雑誌112巻3号410頁以下（1995年）。

5) ちなみに、1933年証券法11条は、1890年取締役責任法以来のイギリス会社法の法文をモデルとするもので、同法の起草者は、直接的には1929年会社法37条を継受したとされている。L. Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, 2nd ed. (1988), at p. 881.

6) 詐欺的な証券取引を規制する1939年詐欺的投資防止法（Prevention of Fraud（Investments）Act, 1939, c. 16）および1958年詐欺的投資防止法（Prevention of Fraud（Investments）Act, 1958, c. 45）には、民事責任に関する規定は全く設けられておらず、後者の14条2項は、1948年会社法38条が適用される目論見書との関係では、同法14条1項の禁止規定が適用されないことを定めている。

7) *Houldsworth v. City of Glasgow Bank* (1880) 5 App Cas 317.

[3] 1986年金融サービス法

1986年には、金融サービス法 (the Financial Services Act 1986, c. 60) が制定され、目論見書等の不実開示に関する民事責任の定めにも、変化が生ずる。従来との主な違いは、民事責任を追及しうる者（請求者）を証券の取得者一般にまで拡大したこと、不実または誤導的な記載に加え、不記載も列挙したこと、規制対象となる開示文書の種類として、上場証券の上場開示文書 (the listing particulars) も加えたことである。

まず、請求者は、証券の取得者一般（同法 150 条 1 項では、any person who has acquired any of the securities in question；同法 166 条 1 項では、any person who has acquired any of the securities to which it relates）とされ、会社からの直接的な取得者に加えて、市場等を介して証券を取得した者も対象とされた。賠償を請求するには、これらの者の損害と不実記載との因果関係 (a casual connection) を立証することが求められる。対象となる情報開示の媒体は、目論見書および目論見書添付書類 (同法 150 条 1 項) ならびに、上場開示文書およびその補完開示文書 (同法 166 条 1 項) とされる。これらに、不実もしくは誤導的な記載または所定の不記載がある結果として生じた損失について (to any person who has acquired …… and suffered loss in respect of them as a result of any untrue or misleading statement …… or the omission from them) に対して、賠償責任を負う旨が規定された。

1985 年会社法 67 条は、会社から株式等を引き受けた者⁸⁾に対してのみ適用され、市場で株式を取得した者や企業買収などの機会に株式を取得した者は、対象とされていなかった。これに対して、金融サービス法では、証券の取得者一般が民事責任の対象とされ、金銭によると否とを問わず、また会社から直接取得したと市場を介して取得したとを問わず、証券を取得した者は、不実記載の結果として損失を被ったことを立証できれば、その損失の賠償を請求できることになった。賠償を請求する者は、不実記載もしくは不記載と損害との間の因果関係を立証しなければならないが、法文上 “on the faith of” とか、“relied on” といった表現が使われていないので、不実記載に依拠したことの立証は必ずしも必要ではないとされた⁹⁾。また、金融サービス法では、誤導的な記載に加えて、不記載も明文で言及された。他方で、同法の民事責任規定の対象は、上場開示文書と目論見書に限定されており、しかも、上場開示文書または目論見書に当たる勧誘のための文書と、他の広告とを分けていた。

民事責任を負う者 (同法 152 条 1 項・168 条 1 項) は、(a) 発行者、(b) 目論見書等提出当時における取締役、(c) 目論見書等に取締役となることに同意したとして、氏名を記載す

8) Government Stock Investment Co v. Christopher [1956] 1 WLR 237 により、金銭による払込みに限定される。

9) L. C. B. Gower, Gower's Principles of Modern Company Law, 5th ed. (1992), at p. 345.

ることを承認し、氏名が記載された者、(d) 目論見書等の全部もしくは一部について、責任を負う者であって、責任を負う旨を記載された者、ならびに、(e) 上場開示文書または目論見書の内容を承認したその他の者である。従来、会社法においては、発行者（発行会社）の責任について明文規定を欠いていた。責任の主観的要件は、立証責任の転換された過失責任であって、この点は従来通りである。また、他の責任との関係について、同法150条4項および166条4項では、上述の民事責任規定は別途負担する責任（any liability which any person may incur apart from this section）には影響を与えない旨が規定されており、他の立法やコモン・ロー上の民事責任を排斥するものではないことが明示的に定められていた¹⁰⁾。

2 目論見書等の不実開示に関する現行規定

〔1〕2000年金融サービス市場法90条

2000年には、金融サービス法が改正されて、2000年金融サービス市場法（the Financial Services and Markets Act 2000, c. 8）（以下「FSMA」という。）となった。その後、計算書類等の不実開示については、後述の2006年会社法によって、あらたな民事責任規定である90A条が追加され、さらにそれが改正されるなどの経緯を辿ったのに対して、目論見書等の不実開示に関する民事責任については、FSMA90条の規定により、基本的には1986年金融サービス法と同様の内容が維持されている。

FSMA90条は、上場開示文書や目論見書の不実開示に関する民事責任を規定し、補償（compensation）の対象となる不実記載等は、不実もしくは誤導的な記載、または、所定の（FSMA80条・81条に定める）事項の不記載であるとする。適用対象となる開示書類は、上場開示文書、上場開示文書の補完書類（supplementary listing particulars）、目論見書、目論見書の補完書類（supplementary prospectus）である。不実記載等について補償（損害賠償）を請求できる者は、これら開示書類の対象となる証券（または譲渡証券）を取得し、かつ、(i) これら開示書類における不実または誤導的な記載、または、(ii) 80条または81条が要求する事項の不記載の結果として、当該証券に関して損失を被った者（who has suffered loss in respect of them as a result of ……）、とされ、これに該当するときは、何人でも補償を請求することができる。ただし、不実記載等を知る者（悪意者）は除外されるが、悪意の立証責任は補償義務者の側が負担する（FSMA 附則10第6条）。「取得し（who has acquired）」という動詞の使用は、請求権者（claimant）の中に、会社から株式等を引き受けた者ばかりでなく、後に市場でこれを購入した者を含むことを示している

10) なお、1995年には、有価証券の公募に関する規則（the Public Offering of Securities Regulations 1995 (SI 1995/1537)）が制定され、金融サービス法158条ないし171条は、削除されて、その内容が同規則に移管された。

こと、単に請求者がその結果として損失を被ったことを要求するだけであって、不実記載に依拠した (relied on) という要件を定めていないのは、不実記載等が証券の市場価格に影響することを前提に、請求者が不実記載等を現実に見ていたか否かは問題としないことを意味することは、1986年金融サービス法と同様である。

補償義務者は、上場開示文書、目論見書またはその一部について責任のある者 (any person responsible for ……) である。これらの者は、金融サービス機構 (FSA) の Prospectus Rule 5.5 において、発行者、その取締役、および、目論見書のいずれかの部分について責任を負う者として目論見書に記載された者、または、記載の有無を問わず、その内容を承認した者 (has authorised its contents) を含むように、特定されている。その結果、主要アドバイザー (principal advisers) は、しばしば、被告の範囲内にあるとされる。補償義務者は、当該書類の記載が真実である、誤導的ではない、または、損失を生じさせた不記載項目は適切に記載を免除された、と合理的に信頼したこと (reasonably believed) を立証するときは、責任を負わない (FSMA 附則 10 第 1 条 2 項)。この責任の主観的水準は、過失 (negligence) であって、補償義務者の側に、無過失 (not negligent) の立証を要求するものであり、1890年取締役責任法以来の立場が維持されている。

その後、2005年目論見書規則 (the Prospectus Regulation 2005 (SI 2005/1433))¹¹⁾ および 2011年目論見書規則 (the Prospectus Regulation 2011 (SI 2011/1668))¹²⁾ の制定により、条文構成等が大幅に変更される等の改正が行われているが、内容的には、ここで説明した民事責任規定の内容が維持されている。

[2] その他の制定法規定

目論見書等の不実開示については、FSMA90条およびその先行規定の下での請求の他に、民事責任を追及する根拠となる別系統の立法が存在する。1967年不実表示法 (the Misrepresentation Act 1967, c. 7) 2条1項は、相手方による不実表示 (misrepresentation) がなされた後に契約を締結し、その結果として当事者が損失を被った場合、当該不実表示が詐欺的になされたものでなくとも、相手方は、契約締結の際に真実が表示されていると信ずる合理的理由を有していたことを立証しない限り、賠償責任を負う旨を規定している。

11) FSMA90条については、見出しが若干変更された他、11項と12項が追加された。11項では、上場開示文書に関する規定が若干の限定を付けて目論見書にも適用されることが、また12項では、目論見書の概要 (a summary) を目論見書の他の部分と併せて読んだときに誤導的、不正確または不一致がある場合を除いて、何人も目論見書の概要のみに基づいて民事責任を負わない旨が定められている。

12) 2011年目論見書規則は、公募から免除される基準を、100名未満から150名未満に引き上げ、承認された目論見書なしに譲渡証券を取引することの禁止の例外について、調達金額の基準を、250万ユーロを下回る場合から500万ユーロを下回る場合に引き上げている。直接的に民事責任に関連する内容はない。

契約締結の際の不実表示による損失について、立証責任の転換された過失責任を規定するものである。

3 継続開示に関する民事責任規定

〔1〕 2000年金融サービス市場法 90A 条

目論見書等の不実開示に関する民事責任規定とは異なり、計算書類等の不実開示に関する民事責任については、従来制定法に規定が設けられたことはなく、もっぱらコモン・ローに委ねられてきた。しかしながら、イギリス政府は、EUの2004年透明性指令(Transparency Directive, 2004/109/EC)の国内法化に当たり、この指令の基礎にある考え方が後述のコモン・ローの立場を覆すのではないかと懸念して、2006年会社法(the Companies Act 2006, c. 46)制定の機会を利用し、新たな民事責任規定をFSMAに導入した。すなわち、2006年会社法1270条により、FSMA90条の後に、次のような内容の90A条を追加した。

規制の対象となる開示書類等は、EU指令との関係を考慮して、(a)年次財務報告、半期財務報告、臨時の経営者報告書(the annual financial reports, the half-yearly financial reports, or interim management statements)¹³⁾とされ、また、(b)年次財務報告等において実質的に同じ情報を含む場合には、事前の情報発表等も対象とされる。適用対象となるのは、発行する証券が規制市場(regulated market)で取引される会社の情報開示とされ、同様に、透明化義務指令の適用対象に限定される。そのため、AIM等やPTSで株式が取引される会社の情報開示には適用されない。賠償を請求できるのは、証券を取得した(has acquired)者であって、不実開示の結果として対象証券について損失を被った者とされるが、(a)当該情報に依拠(in reliance on the information)して証券を取得しており、かつ、(b)取得の時点および状況において、開示情報に依拠することが合理的でなければならないとされる(FSMA 90A条3項)。「市場に対する詐欺に基づく請求」を排除する趣旨である。特徴的なことは、責任の主体が発行会社とされ、その主観的要件が、情報開示に責任を負う者(取締役・上級役員)の悪意・重過失(reckless)とされていることである。(a)当該開示情報が不実(untrue)または誤導的であることを知っている場合、または、不実または誤導的であることについて重過失(reckless whether it was true……)がある場合、(b)重要な事実の不誠実な隠蔽(dishonest concealment)を知っている場合がこれに該当する。そして、発行会社は、他の法律による民事責任を免除され(not subject to any other liability)、発行会社以外の者は、発行会社に対するものを除いて民事責任を免除される(…… a person other than the issuer is not subject to any liability, other than to

13) EUの透明性指令(会社法の法文上は、「透明化義務指令」)4条、5条または6条を国内法化する規定に対応する開示書類である。なお、FSMA90条制定の経緯について、詳しくは川島いづみ「イギリス法における不実の流通開示に関する民事責任」石山卓磨先生・上村達男先生還暦記念『比較企業法の現在』(成文堂、2011年)361頁以下。

the issuer, in respect of any such loss.)。ただし、代償的損害賠償命令 (restitution order)、民事制裁 (civil penalty)、および、刑事罰は、この限りでないとする (FSMA90A 条 8 項)。

このように 90A 条は、過失による不法行為に関しては、責任を負わないとする従来のコモン・ローを確認する規定であるといえ、コモン・ローの解釈を変更するものではないと解されていた。また、コモン・ロー上、不実開示について詐欺的な不法行為 (deceit) が成立する場合には不法行為責任が認められていたので、この点でも、確認的な規定が制定法化されたというに止まるとされた。当面の立法という色彩が強かった。

政府は、90A 条とともに、FSMA90B 条を設けて、「証券保有者、市場または一般大衆に対する開示情報について」財務省に規則制定権限を留保し、この規則制定権限を行使して、2010 年には、次にみる法改正をさらに行っている。

[2] 2010 年規則による 2000 年金融サービス市場法 90A 条の改正

上述の FSMA90A 条は、2010 年の発行者の民事責任に関する規則 (Financial Services and Markets Act 2000 (Liability of Issuers) Regulation 2010 (SI 2010/1192)) によってさらに改正され、現在は、改正 90A 条と附則 10A が設けられている。

発行会社が民事責任を負うのは、承認情報サービス (RIS: Recognised information service) を介して開示された情報についてであるとされ (FSMA 附則 10A 第 2 条 2 項 3 項 4 項。ただし、同附則 4 条により、FSMA90 条が適用される情報は除外される)、規制市場以外の市場で取引される証券に関する開示情報や適時開示情報もその対象に加えられている。発行会社は、開示された情報が、①不実もしくは誤導的である場合、②含まれるべき事項の不開示がある場合、または、③不誠実に開示を遅延する場合 (以下、まとめて「不実開示等」という。) に民事責任を負うとされ、その主観的要件としては、発行会社の経営責任者 (a person discharging managerial responsibilities within the issuer) が、①について悪意または重過失であるとき (knew …… or was reckless as to)、②について悪意のとき、または③について不誠実に行為するときとされる (FSMA 附則 10A 第 3 条 2 項 3 項・5 条 1 項 2 項)。「不誠実」の意味については、(a) 当該証券の市場において通常取引を行う者が不誠実とみなす場合、および、(b) 当該者がそのようにみなされることを認識している (または認識していたはずである) 場合に限り、当該者の行為が不誠実とされることが定められている (FSMA 附則 10A 第 6 条)。

他方、保護の対象となる者 (補償を請求できる者) は、証券の取得者に加えて、証券の保有者または売却者 (acquires, continues to hold or disposes of the securities) とされ、これらの者が、不実開示等の結果として証券について被った損失 (loss in respect of the securities as a result of any untrue or misleading statement ……) について (FSMA 附則 10A 第 3 条 1 項)、さらに、損失を被った者が (a) 当該情報に依拠し (in reliance on)、かつ、

(b) その当時、当該状況においてこれに依拠することが合理的であったときに、当該証券を取得し、保有し続けまたは処分した場合を除いて、当該損失は不実開示等の結果として被ったものとは認められない旨が規定されている（FSMA 附則 10A 第 3 条 4 項）。このように、因果関係の要件が厳格であるものの、適用対象者の範囲は広がっている。

発行会社は、これ以外の責任を負わないこと、発行会社以外の者は、発行会社に対する場合を除いて、不実開示等によって第三者が被った損害について責任を負わないことも、従来通り明示的に規定されている（FSMA 附則 10A 第 7 条）。また、改正前 90A 条 8 項に列挙された項目に加えて、① 90 条の下での責任、② 契約違反に関する責任、③ 1967 年不実表示法の下での責任、および、④ 当該情報の正確性または完全性について、特定の者に対し特定の目的のために責任を負うことが想定されることから生ずる責任（*arising from a person having assumed responsibility, to a particular person for a particular purpose, for the accuracy or completeness of the information concerned*）については、前述の責任を負わない旨の規定によって影響を受けないこと、つまり民事責任を限定する旨の規定の埒外であることが規定されている¹⁴⁾。

改正前の 90A 条は、イギリスの上場会社の財務情報について、アメリカのような拡張された民事責任が展開する可能性を明らかに排除していたが、バラスのとれた立法を目指した改正 90A 条は、その適用対象を拡大した一方、他の責任の排除については明確性が後退した、との評価も見られる¹⁵⁾。

[3] 2006 年会社法の規定

2006 年会社法（以下丸カッコ内の引用では「CA」という。）には、取締役報告書および取締役報酬報告書、ならびにこれら 2 つの報告書と関連する限りで計算書類等の要旨¹⁶⁾についてののみ、不実開示等に関する取締役の責任が規定されており、取締役は、悪意または重過失（*reckless as to whether it was untrue or misleading*）のある場合に限り、会社に対してのみ民事責任を負うことが規定されている（CA463 条 2 項ないし 4 項）。このような民事責任規定が設けられた背景には、取締役報告書の記載事項である事業レビュー（*business review*）の導入があり、取締役報告書における将来情報の開示を促すために、この規定をセーフハーバー規定とすることが意図されたとされている¹⁷⁾。もっとも、第三者には依然として会社に対する詐欺的行為に関する請求権があることを強調する文献もあ

14) テイク・オーバーパネルに関する 2006 年会社法 954 条も列挙されている。

15) A. Alcock, *Liability for Misinforming the Market* [2011] JBL 243, at p. 260.

16) 制度の概要と記載事項等については、川島いづみ「英国における継続開示の法規制と非財務情報開示に関する近時の動向」『金融商品取引法上のディスクロージャー制度に関する課題』別冊商事法務 369 号 63 頁（2012 年）以下。

17) P. L. Davies, *Gower & Davies' Principles of Modern Company Law*, 8th ed. (2008), at p. 481.

る¹⁸⁾。

なお、2006年会社法1157条には、会社の役員または会計監査役に対する「negligent、義務違反または信託違反」についての訴訟において、裁判所が、その責任の全部または一部を免除する裁量権を有する旨が規定されている。この責任免除を適用するためには、裁判所は、役員または会計監査役が誠実かつ合理的に行為したと認定し、かつ、その選任も含めた事案の全ての状況を考慮して、責任を免れさせることが公正であると判断しなければならない。ただし、本条およびその先行規定を目論見書等に関する責任に適用した例は、従来、イギリスには存在しないとのことである。

Ⅲ 民事責任に関する判例法の展開

1 コモン・ローにおける不実表示に関する不法行為責任の概説

FSMA 90条6項は、同条とは別に生じうる責任、すなわちコモン・ロー上の救済等には、何ら影響を与えない旨を定めている。また、FSMA90条には、損失額の算定に関する規定が設けられていないため、90条による賠償請求についても、損失額の算定には、コモン・ローによって形成されてきた考え方が影響するものと予想される。改正FSMA90A条と附則10Aにおいても、この点は同様であるし、前述のように、同条項の適用除外が拡大されたことから、今後も判例法の発展する余地が残されている。

〔1〕詐欺的不法行為と過失による不法行為

コモン・ロー上、不実表示によって損失・損害を被った者の救済は、主として不法行為(tort)によることとなるが、そこには、詐欺的不法行為(tort of deceit)¹⁹⁾と、過失による不法行為(ネグリジェンス)(tort of negligence)とがある。詐欺的不法行為においては、表示者(被告)が、当該表示が不実であることを知っているか、または不実もしくは虚偽性がある(falsity)ことについて重過失があり(reckless)、かつ、相手方(請求者)が当該表示に依拠するであろうこと(would rely on)を意図して、表示者によって不実表示が行われ、これに相手方が依拠して損失を被った場合に、その損失について、被告は賠償する責任を負担する²⁰⁾。目論見書の不実記載に関する詐欺的不法行為については、19世紀から20世紀にかけて、多くの判例が存在する。

他方、過失による不法行為については、19世紀に判例理論が発展したが、当初は

18) L. Gullifer & J. Payne, *Corporate Finance Law—Principle and Policy* (2011), at p. 481.

19) 単に“fraud”と呼ばれることもある。

20) 英米における目論見書等の不実表示に関する取締役等の責任について、本間輝雄『英米会社法の基礎理論』(有斐閣、1986年)235頁以下。イギリス法については、1948年会社法および20世紀前半までの判例を研究対象としている。

negligent な行為の結果として、たとえば、工場や鉄道において肉体的損害を被った者に対して、補償（損害賠償）が提供されたものの、過失による不実表示（negligent misrepresentation）によって引き起こされた純粋に経済的な損失に対しては、原則として不法行為は適用されないと判示されていた²¹⁾。このような判例が変更されたのは、1960年代のリーディング・ケース、Hedley Byrne & Co Ltd v. Heller & Partners Ltd 事件（以下、「Hedley Byrne 事件」という。）貴族院判決²²⁾によってである。Hedley Byrne 事件貴族院判決は、過失による不実表示について損害賠償を請求しうる一般的な条件を確立した判例であると位置付けられており、過失による不法行為が認定されるために必要な注意義務（duty of care）について、二当事者間に「特別の関係（special relationship）」が存在する場合には、経済的な損失についても注意義務が生じうるとの立場を明らかにした。そのため、目論見書等の不実開示については、過失による不法行為責任が認められる場合があり得るのに対して、計算書類等の不実開示については、特別な関係の存在の有無が問題となるので、一般的には認められにくいものと考えられる。

【Hedley Byrne & Co Ltd v. Heller & Partners Ltd 事件貴族院判決】

(1) 事実の概要

X (Hedley Byrne) は広告代理店 (a firm of advertising agents) であり、第一審および原審において、被告である Y マーチャントバンク (Heller & Partners Ltd) が勝訴したため、貴族院に上告した。

1957 年末頃、X は、顧客 A のために、若干の広告の注文を出した。その後、A から 10 万ポンドの支出を含む広告プログラムについての提案がなされ、そして 1957 年 11 月に、X は、当時 A の取引銀行であった B から、A に関して「きちんと組織され、取引関係がスピーディーに拡大している会社であり、業務状況もきわめて良好である (be quite good for its engagements)」という照会報告書 (a reference report) を、間接的に受領した。X は、A に代わって、テレビ番組の広告時間といくつかの新聞の広告欄について、かなりの注文を出し、テレビ会社と新聞社に対し、X 自ら責任を負うという条件でこれらを行った。この間 X は、A の財務状態に疑念を抱くようになり、A に関する銀行家の報告書がほしいと考え、X の取引銀行 C を通じて、A が口座を有する Y 銀行の報告書が求められた。交渉の末、1958 年 8 月 21 日に Y 銀行の確認書面が C 銀行の支店に送付されてきたが、そこには、“confidential” および “for your private use and without responsibility on the part of this bank or the manager” という記載があった。その後に入手した確認書面にも同様の文言が記載されていた。X はこれらの文書を信頼し、そしてその結果、X の主張によ

21) Le Lievre v. Gould [1893] 1 QB 491.

22) Hedley Byrne & Co Ltd v. Heller & Partners Ltd [1964] AC 465 (HL).

れば、Aが清算となったときに、1万7661ポンド余の損失を被った。

(2) 判旨の概要

貴族院は、上告人の上告を斥けているものの、“confidential” および “for your private use and without responsibility on the part of this bank or the manager” という記載がないとすれば、注意義務の違反が生ずることを認める判断を示した。公判判例集に記載された「判旨」では、「たとえ誠実であっても、過失 (negligent) による不実表示は、口頭によるものであれ文書によるものであれ、契約または信認的法律関係とは別に、それによって引き起こされた財務的損失について損害賠償訴訟の原因となり得る。なぜなら、コモン・ロー (the law) は、専門的な技能を有する者から情報を求める当事者が、前者に対して、適切な注意 (due care) を支払うと信頼を寄せるときに、そしてその前者が、後者の信頼がその者の技能および判断に置かれていることを知りまたは知り得べきことにより、注意義務 (duty of care) が生ずることを認めるからである。ただし、当該事案では、明示の disclaimer が記載されていたため、係る注意義務は生じなかった。」とまとめられている。

[2] 注意義務が生ずる3つの条件と Caparo 事件判決

その後の判例により、前述の注意義務が生ずる「特別の関係 (special relationship)」にあると認められるためには、3つの条件が充たされなければならないとの立場が示されている。そのリーディング・ケースが、Caparo Industries plc v. Dickman 事件（以下、「Caparo 事件」という。）貴族院判決である²³⁾。ここにいう3つの条件とは、第1に、表示者は、受け手がその表示に依拠することを合理的に予測できなければならず (foreseeability)、第2に、二当事者間には十分な近い関係 (近接性) が存在しなければならず (proximity of relationship)、第3に、すべての状況からして、コモン・ローがそのような義務を課すことが合理的でなければならない (reasonableness)、というものである。加えて、たとえ注意義務が存在することが示されたとしても、原告は、義務違反と被った損失との間の因果関係 (a casual link) を立証しなければならない²⁴⁾。

【Caparo Industries plc v. Dickman 事件貴族院判決】

(1) 事案の概要

A 会社（ロンドン証券取引所上場会社）では、1984年3月末に終了する事業年度の計算書類において、業績予想と比べて利益が少なかったことから、A 会社株式の市場価格が急落した。X (Caparo Industries plc) は、A 会社の株主であり、1984年6月に3月末日ま

23) Caparo Industries plc v. Dickman [1990] 1 All ER 568. 判決の影響の詳細は、川島・前掲（注13）370頁以下。

24) I. G. MacNeil, *An Introduction to the Law on Financial Investment* (2012), at p. 443.

での事業年度に関する監査済みの計算書類が送付される少し前から、A株式の取得を開始し、市場において29.9%まで取得した。そして、シティ・コードに従いA株式の公開買付けを行い、A会社の買収に成功した。買収後、Xは、A会社の計算書類が、同事業年度の課税前利益を120万ポンドとしているところ、実際には40万ポンドを超える損失があるなど不正確かつ誤導的であったとして、同社のY会計監査役に対して訴訟を提起し、Yの過失による不法行為について損害賠償を請求した。Xは、監査済み計算書類を信頼してA会社株式の買増しと公開買付けを行ったこと、そして、Y会計監査役は、1984年度の結果からA会社が公開買付けの対象となる事態を予測すべきである故に、A会社株式の潜在的取得者、または、A株式を買い増したA会社株主に対して、注意義務を負うことを主張した。

第1審判決は、Y会計監査役がXに対して注意義務を負うことを否定したが、控訴院判決は、Xが株主として名義書換後に取得したA会社株式については、Yの義務を肯定した。貴族院判決は、全員一致で第1審の判断を支持している。

(2) 判旨の概要

貴族院判決は、過失による不法行為において、注意義務を負担するための3つの基準、すなわち、①予測可能性 (foreseeability)、②当事者間の近接性 (proximity of relationship)、③義務を課すことの合理性 (reasonableness of imposing a duty) を確認している。

特に、近接性の判断に当たっては、先例を考慮し、特定の損害について被告が防ぐべき義務を負う損害であるか、裁判所が現実的に注意義務が存在すると判断すべき状況であったか、という視点から判断がなされた。そして、計算書類をチェックする会計監査役は、株式の購入に当たり計算書類に依拠する一般大衆に対して、注意義務を負担するものではないこと、なぜなら、会計監査役と一般大衆との間に近接した関係を引き出すとすれば、会計監査役に無制限の責任を課すことになるからであることを判示した。また、会社制定法上の計算規定の目的は、株主に関する限りは、取締役に対するガバナンスを効率的に行使できる立場に自らを置くことであって、投資の決定をすることではないので、既存株主によるものであれ、非株主によるものであれ、会社の株式の取得に関連して、注意義務は存在しないと判断した。

Caparo 事件貴族院判決の意義は、会社の年次報告書における不実記載に関して、会計監査役（および、取締役や会社自体）が、当該会社の既存の株主である者を含めた投資者に対して責任を負うことはない、という理解を確認することであった、といえる。他方で貴族院は、財務書類の受領者が特定の目的のためにそれに依拠することを知って、会計監査役がその者に財務に関する書類を渡す場合等には、責任が生ずるという先例も確認して

いた。しかしながら、2004年にEUの透明性指令が採択されたことから、情報開示の目的に対する理解が変化してCaparo事件貴族院判決の原則が覆されるのではないか、という懸念が生じ、その後の金融サービス市場法90A条・90B条の制定につながるのである。

2 不実の企業情報開示に関する判例法の源流

イギリスでは、目論見書の不実開示に関する民事責任について、19世紀後半から20世紀にかけて、多くの判例が集積された。それらの中で先例とされるものは、“golden legacy cases”とも呼ばれている。いずれも詐欺的不法行為類型の賠償請求事件である。

1860年のNew Brunswick, etc. Co v. Muggeridge事件判決²⁵⁾において、副大法官Kindersleyは、目論見書により株式の申込みを勧誘する者の義務について、そこに記載されるすべてを厳格かつ徹底して正確に (strict and scrupulous accuracy) 記載しなければならず、真実ではないことの記載を控えるばかりでなく、当該事実の存在が、株式の勧誘について目論見書が提供する特権や優遇の性質または範囲に何らかの影響を与えるのであれば、知ることを一つ残らず記載しなければならない、と判示した。1867年のHenderson v. Lacon事件判決²⁶⁾において、副大法官Page Woodは、このKindersley裁判官の判示を“golden legacy”であるとして引用し、また、Central Railway Co of Venezuela v. Kisch事件貴族院判決²⁷⁾において、Chelmsford裁判官は、重要な事実や状況の誤記載や不記載 (misstatement or concealment) は許されず、新たな冒険企業への参加を目論見書により勧誘される公衆には、事業の真の性質に重要な関係を有するすべての事柄について判断する機会が、発起人自身が有するのと同様に提供されるべきであり、公平無私 (the utmost candour) が公表される記載を特徴付けなければならないと述べて、Kindersley裁判官の述べたルールを肯定的に引用した。他にも、公衆に対して投資を勧誘する者の側には、最高信義 (uberrima fides)、すなわち事実の最大限完璧な開示 (a most complete disclosure of the facts) が求められる²⁸⁾、合理的注意 (reasonable diligence) により、開示文書の記載が不実であることを発見し得たことは、抗弁とはならない、自らの虚偽記載を利用することはできない²⁹⁾、といった判示が繰り返された³⁰⁾。

このように、当時の判例は、当時目論見書が、投資家の依拠する唯一の情報媒体であったことから、その作成に最大限の誠実さ (the utmost good faith) を求め、目論見書の記載内容が“strict and scrupulous accuracy”であることを要求した。これらの判例は、少

25) New Brunswick, etc. Co. v. Muggeridge (1860) 1 Dr. & Sm. 363.

26) Henderson v. Lacon (1867) L.R. 5 Eq. 249, at p. 262.

27) Central Railway Co of Venezuela v. Kisch (1867) L.R. 2 H.L. 99, at p.113.

28) Ross v. Estates Investment Co. (1866) L.R. 3 Eq. 122, at p. 136.

29) Redgrave v. Hurd (1881) 20 Ch D 1, at p. 2 & 17.

30) W. F. Hamilton, Company Law (1910), at p. 114 et seq.

なくとも理念的には、目論見書とこれに類似する販売文書に、高い基準の高潔さ (probity) を要求していたといえることができる。ただし、実際の事案の解決においては、無過失責任に類する責任が課されていたわけではなく、後の時代の文献には、この “golden rule” はおそらく a “counsel of perfection” (完徳の勧め) のようなものであろう、との評価もみられる³¹⁾。

このような判例法が形成されたのは、19世紀後半から20世紀初頭、ちょうどビクトリア朝からエドワード朝の時代 (the Victorian and Edwardian periods) であり、産業革命を経験した大英帝国が経済的に大きく躍進した時代である。当時、企業活動のための資金調達機構としての近代的な株式会社の設立が、漸く一般的に許容されるようになり、企業家の求める事業資金の獲得のために株式会社が必須のアイテムとなったが、他方で、産業資本家や将来の成功を夢想する起業家が、自らのスキームについて美辞麗句を並べ立てた目論見書によって、一般大衆から資金を調達しようともしていた³²⁾。そうした中で、目論見書に関する制定法規定のない時代に、証券の販売と募集に関する監督と規制の役割を、裁判所が担っていたといわれている³³⁾。特に19世紀の判例は、取締役らの責任を問題とする基礎が詐欺的不法行為に置かれていたこともあってか、きわめて厳格であった。そうした判例の姿勢は、その後の立法に反映されている、といわれている³⁴⁾。

3 賠償を請求できる者

[1] 概説

FSMA 90条は、前述のように、賠償を請求できる者について、「証券を取得した者」と規定しており、証券の発行後に、これを市場で購入した者を含むことを示している。不実記載に依拠した (relied on) という表現が法文に使用されていないのもそのためである。1986年金融サービス法の目論見書および上場開示文書に関する諸規定が制定されて以降、発行開示については、制定法はこの立場を採っている。

これに対して、従来の判例は、より制限的な傾向を示していた。まず、詐欺的不法行為については、表示者が、相手方が当該目論見書に依拠して行為することを意図して、意図的に不実記載を行ったこと、および、相手方が実際に当該目論見書に依拠して行為した結果損害を被ったことが構成要素とされたため³⁵⁾、市場で証券を取得した者は、たとえ当該目論見書に依拠したとしても、目論見書の目的が株式の引受人を勧誘するところにあると

31) Topham, *supra* note 2, at p. 345.

32) E. Manson, *The Reform of Company Law*, (1889) 17 LQR 61, at p. 62; E. Manson, *Tinkering Company Law*, (1890) 24 LQR 428, at p. 431.

33) A. Hudson, *Securities Law* (2008), at p. 585.

34) *Ibid*, at p. 603.

35) *Bradford Building Society v. Borders* [1941] 2 All ER 205.

されたことから、賠償請求権を持たないとするのが、貴族院の判例³⁶⁾であった。ただし、19世紀の判例においても、当該目論見書が、発行市場ばかりでなく流通市場における証券の取得を促す意図で被告により作成された一連の虚偽文書の1つであることを請求者が立証できたときは、爾後の流通市場における取得者であっても、賠償請求を維持することは可能であると考えられていた³⁷⁾。

次に、過失による不法行為についてみると、要求される近接性 (proximity) は、当該文書の作成者とその文書の特定の受け手との間でのみ立証し得る可能性が高い。しかしながら、目論見書の名宛人は必ずしも明白なわけではないので、上述の判例の立場を勘案して、実務的には、目論見書の作成者らが、その名宛人 (対象者) を限定するために、契約条項を定めたり、当初の引受人を対象とする文書である旨を記載したりすることにより、流通市場における取得者との関係で責任が生ずる可能性を回避しようとしているようである。

[2] 判例の変遷

近年においても、Al-Nakib Investments (Jersey) Ltd v. Longcroft 事件判決³⁸⁾において、裁判所は、目論見書の不実記載について、市場で株式を取得した者からの請求を否定している。事案は、Y1 会社がロンドン証券取引所に対して非上場証券市場での子会社 A の株式の取引を申請し、1983 年 4 月、目論見書を発行して Y1 会社の株主に対し、ライツ・イシュー (株主割当て) の方法により A 社と Y1 社双方の株式の引受を勧誘したが、この目論見書と、Y1 の四半期および半期報告書には不実表示 (Y1 社の電子情報保存システムが完全に開発されており販売可能である旨の不実表示) が含まれていた、というものである。Y1 社の株主 X は、当該目論見書と四半期および半期報告書に基づいて、A 社株式 40 万株をライツ・イシューで引き受け (第 1 取引)、数ヶ月後、株式市場で Y1 社と A 社の株式を 5 回に渡り取得しており (第 2~第 6 取引)、Y1 社と同社の取締役 Y2・会計監査役 Y3 らに対して訴えを提起し、Y1 らはこれら目論見書等の発行について X に対して注意義務を負うことを主張し、なぜなら、X が Y1 社および A 社の株式取得の決定に際して目論見書と半期報告書等に依拠することは合理的に予測可能であったし、X はこれらにより損害を受けた等と主張した。これに対して、裁判所は、株主割当てに関して発行された目論見書における誤導的な記載が、当該目論見書を信頼して引受権を行使した株主による請求の基礎となることは認めたものの、同じ株主が市場で株式を買い増した部分については、これを否定している。この判決は、Peek v. Gurney を踏襲するものであり、また前述

36) Peek v. Gurney (1873) L.R. 6 H.L. 377.

37) Andrews v. Mockford [1896] 1 QB 372.

38) Al-Nakib Investments (Jersey) Ltd v. Longcroft [1990] 1 WLR 1390; [1990] 3 All ER 321.

の Caparo 判決が引用されており³⁹⁾、Caparo 判決の影響も窺われる。

学説には、この判決に対して批判的な見解が強く、Gower 教授も、当該目論見書が取引所への上場の承認に繋がることを目的の1つとする以上、判決は時代遅れである (outmoded) と批判している⁴⁰⁾。事件は、1983年に発行された目論見書に関するもので、1986年金融サービス法の制定前のものである。これに対して、Possfund Custodian Trustee Ltd v. Diamond 事件判決⁴¹⁾では、Lightman 裁判官は、証券の割当て (placing) に関連して発行された目論見書の追加的かつ意図的な目的は後の流通市場における取得者 (the after-market purchasers) に情報を提供し売買を促すことであったという主張を、否定していない。以下、事案を若干詳しく紹介する。

【Possfund Custodian Trustee Ltd v. Diamond 事件判決】

(1) 事実の概要

1992年4月、被告会社 Y1 (D plc) は、非上場証券市場における約 51 億 7772 万 5000 株の割当てに先だって、目論見書を発行した。その目論見書には、割当てと同じ行為の部分として、その後非上場証券市場で容易に株式を取引できること (the facility will be available for shares in Diamond to be dealt with on the USM) が、特に記載されていた。

原告 X らの多くは、株式発行時の引受人であるが、1989年5月2日から7月11日までの間に非上場証券市場で株式を購入した者 (the after-market purchasers) も含まれていた。

Y1 会社は、その後、管財人管理⁴²⁾ (receivership) に陥り、1992年には、X らのうち 2 名 (X1・X2) が、Y1、当該株式割当て時の取締役 Y2、ならびに、財務アドバイザー Y3 および会計監査役 Y4 に対する訴訟を提起し、とりわけ、X らが依拠しその結果として損害を被った Y1 の財務状況について目論見書に含まれる重要な不実記載に関連して、詐欺 (deceit) および過失 (negligence) による損害を主張した。1995年にはその他の多数の原告によって第二訴訟が提起され、2つの訴訟が併合された。被告らのうち 3 名は、次の理由により訴訟原因がないため (no cause of action)、X らの請求うち、流通市場における株式取得に関する請求を却下するよう申し立てた。すなわち、目論見書に関するコモン・ロー上の注意義務 (common law duty of care) は、当初の引受人に限定され、非上場市場における会社株式の爾後の取得者には拡張されない、という理由である。

39) Ibid., at p. 326 et seq.

40) Gullifer & Payne, supra note 18, at p. 439; Gower, supra note 9, at p. 498.

41) Possfund Custodian Trustee Ltd v. Diamond [1996] 2 BCLC 665.

42) receivership の意味については、中島弘雅 = 田頭章一編『英米倒産法キーワード』(弘文堂・2003年) 55 頁以下参照。

(2) 判旨

「……もし本件の原告が、当初の目論見書の作成およびその回付の日に、割当てを引き受けるか否かを決定する際に当該目論見書に依拠する投資家ばかりでなく、爾後の取得者への情報開示と勧誘を被告が意図していたことを立証できるとすれば、被告が爾後の株式取得をなす際に目論見書の内容に依拠した投資家に対して、注意義務を想定しかつ負担することは、少なくとも、論証できる可能性がある。それゆえ、原告の主張には、公判において完全な審理を受ける利益がある。したがって、(被告の) 申立ては認められない。」

4 賠償額の算定等

[1] 概説

FSMA 90 条には、民事責任における損失額の算定に関する規定は設けられていない。また、適用される相当因果関係の基準についても、法文には何らの言及がない。同条項制定前の判例には、大別すれば、前述のように虚偽の目論見書に関する民事責任を詐欺的不法行為によって認める判例と、これを過失による不法行為によって認める判例があり、それぞれについて賠償額をどのように捉えるかということが問題となるが、詐欺的不法行為について判例の集積が進んでいることから、損害額の算定方法に関する考え方も、詐欺的不法行為に関する判例によって、先行的に形成されてきている。

損害額の算定方法については、第1に、当該行為前の状況に復するという損害算定方法(原状回復的な損害算定方法)をとるか、それとも得られたはずの利益の喪失を含めて損害を算定するか、という観点からの議論があり、第2に、証券を取得した時点での真実の価値との差を損害とすべきか、取得の後に生じた証券の価値の下落分も含めて損害とみるべきか、という観点からの議論がある。以下、順に検討する。

[2] 得られたはずの利益の喪失との関係

詐欺的不法行為に関する判例においては、損害賠償額の算定も、不法行為(tort)における損害賠償の考え方に基礎を置いて行われており、そこにおける救済は、請求者が当該不法行為を受ける前の地位を回復することであるとされる。そして、損害額の上限は、請求者の損失(loss)の範囲に限定される。ここで問題となる損失は、従来のイギリスの判例においては目論見書の不実記載によるものであるため、請求者が発行会社に払い込んだ金額が損失であるとされるが、当該払込金に対応して請求者が取得したものがあれば、損失はその限りで減額されるものとされている。その先例としてしばしば引用されるのが、次に紹介する *McConnel v. Wright* 事件判決⁴³⁾ である。このような損害額の算定方法は、

43) *McConnel v. Wright* [1903] 1 Ch 546.

1967年不実表示法に基づく請求、および、過失による不法行為における義務違反に基づく請求においても採用されている。後者の例が、Hedley Byrne 事件判決である。この損害額算定方法においては、将来的な要素、すなわち、得られたはずであると予想される利益の回復の要素は存在しない、と説明される⁴⁴⁾。

これとは対照的に、契約違反に関する損害では投資家の期待（積極的な利益）、投資家が当該契約の下で期待する権利のある利益が保護される。投資家は、将来の配当やキャピタルゲインといった、株式の期待された利益を回復することができる場合があるともいわれる。しかしながら、この請求は大変困難で、実務的には、この分野における契約違反はきわめて稀である、と解説されている⁴⁵⁾。

【McConnel v. Wright 事件判決】

(1) 事実の概要

A 会社 (the Standard Exploration Company, Ltd.) の株主 X から、同社の取締役会会長 Y に対して、目論見書の不実表示 (misrepresentations) と重要な契約の不開示によって被った損害の賠償が請求された事案である。A 会社は、Y が業務担当取締役を勤める B 会社 (the London and Globe Finance Corporation) によって発起活動が行われ、1898 年 2 月に設立登記されていたが、主たる事業目的は、同様の推奨の下でスタートした鉱山会社数社の権益を統合するために取得することであった。Y と A 会社の他の取締役は、1899 年 5 月 15 日または 16 日に、公衆に対して目論見書を発行したが、この目論見書には B 会社が A 会社株式 50 万株の募集を授権されたことなどが記載されており、その中に「株式部門 (Share Department)」という項目の記載があった。この項目には、取締役が、鉱山その他の企業の株式と社債の取得および処分のために「株式部門」を設けたこと、この目的を更に進めるために、既に、British America, Le Roi, Columbia Kootenay, Estate Le Roi, West Le Roi, …… など将来性のある様々な会社の株式を取得していることなどが記載されていたが、実際にはそれらの会社の株式を取得していないなど、重要な事項について不実の記載がなされていた。

X は、1899 年 5 月 16 日または 17 日にこの目論見書の写しを受領し、5 月 17 日に 600 株を申込み、すぐに割当てを受けて、600 ポンドを支払った。しかし当該会社は何らの事業を行うことなく、1901 年 1 月 16 日に債権者の申請による裁判所の解散命令を受けて、解散した。株主に払い戻されるべき残余財産は残っていなかった。

(2) 判旨

賠償額が査定される時点は、原告 X に対する割当ての時点であることを述べた後、損

44) Gullifer & Payne, supra note 18, at p. 442.

45) Ibid., at p. 442.

害額の上限について、次のように判示している。「これは契約違反についての訴訟ではないので、契約した者が契約によって期待する権利を有する将来的な利益についての損害は認められない。これは、不法行為の訴訟、原告が自己の金銭をだまし取られた不正行為 (a wrong) についての訴訟である。それゆえ、一応 (prima facie)、損害額の上限は、原告の損失 (loss) の全体であり、その損失は、原告の有した金銭であって、今は当該会社が有する金銭によって算定される。それが原告の損失に関する究極の、最終的な、最高限度の基準である。しかし、原告が当該金銭について同価値のもの (equivalent for that money) を得た限りで、それは減殺される。」⁴⁶⁾

[3] 取得後の価値の下落との関係

この点については、remoteness ルール (損害との間の相当因果関係) に関連して、2つの異なる考え方が存在するようである。

まず、過失による不法行為においては、回復されるべき損害は、違反した義務の範囲との関係で定義され、目論見書の不実記載に関する請求では、賠償は、投資家が期待した価値よりも証券の価値が低かったことによる損失に限定されるように思われる、と説明されている⁴⁷⁾。たとえば、取得の際に1.5ポンドの価値しかない株式を2ポンドで取得してしまった場合、他の何らかの影響で、請求の時点では1.2ポンドになっていたとしても、0.5ポンドだけが回復できる損害であるとされる⁴⁸⁾。つまり、取得価格の2ポンドと請求時の価値の1.2ポンドとの差額0.8ポンドを請求することはできない。この考え方は、Hedley Byrne 事件の下での請求に適用されている。取得時差額説的な考え方であるといえよう。

同様に、詐欺的な不実表示に基づいて株式が取得された詐欺的不法行為の場合も、損害額の算定は、不法行為における請求に用いられる方法によることとなり、請求者は、不実表示がなかったとすれば占めていたであろうポジションに置かれる資格があるとされる。これは通常は、株式について過大に支払ってしまった額と等しい額の支払を受けることによって達成される。その額は、実際に支払った額から、取得の時点における株式の現実の価値を差し引くことによって算出される⁴⁹⁾。算定には、不実表示によって隠されていたとみなされる状況を含めて、その時点に存在した全ての状況が勘案される⁵⁰⁾。

しかしながら、さらに進んで、詐欺的不法行為に基づく請求において、不実表示から生ずる損失のすべての請求を認める判例があり、これを詐欺基準 (deceit test) と呼ぶ文献もある⁵¹⁾。次にみる Smith New Court Securities Ltd v. Scrimgeour Vickers (Asset

46) [1903] 1 Ch. 546, at p. 554–555.

47) Gullifer & Payne, supra note 18, at p. 442.

48) Ibid., at p. 442.

49) 割当てについて、Stevens v. Hoare (1904) 20 TLR 407; Peek v. Derry [1887] 37 Ch. 541.

50) Hudson, supra note 33, at p. 642.

Management) Ltd 事件 (以下「Smith New Court 事件」という。) 貴族院判決⁵²⁾においては、X (SNC) は、Y (Scrimgeour) の業務執行取締役 A の詐欺的な不実表示によって、B 株式の取得に誘い込まれた。取得価格は、1 株当たり約 82 ペンスであったのに対して、取得日における市場価格は 1 株約 78 ペンスであった。通常、損害額の算定は、これら 2 つの額の差額とされるが、B 会社はこれとは全く関係のない詐欺 (fraud) にあっており、X も Y もそのことは知らなかった。この第二の詐欺が知られるところとなり、B 会社の株価は著しく下落し、X は、30 ペンスから 40 ペンスの間の額で B 株式を売却せざるを得なかった。貴族院判決は、当該事案の状況では、Y は詐欺 (deceit) によって直接生じたすべての損害について責任があると判示している。

学説には、とりわけ、損害算定の時期を取引の日とすると、不実表示が継続し、被害者が証券を処分することを事実上不可能にしている点を考慮しないことになる場合には、このような算定方法によるべきで、その場合には偶発的な損失 (incidental loss) も同様に回復されるべきであるとして、これに賛同する解説が見られる⁵³⁾。もっとも、控訴院は、金融取引において偶発的な損失の範囲をあまり広く拡張することに躊躇を示しているといわれ、たとえば、利率スワップに関するリプレイスメント取引 (replacement transactions) の取得コストは、結果的または偶発的な費用の絆の埒外であると判示されている⁵⁴⁾。

【Smith New Court Securities Ltd v Scrimgeour Vickers (Asset Management) Ltd 事件貴族院判決】

(1) 事実の概要

1989 年 7 月 21 日、Y1 (第一被告) のためにブローカーとして行為する Y2 (第二被告) の従業員 A が、B 会社 (Citibank) の株式の購入に当たり、X (原告) に対し、他の 2 名の買付者が競合している、X が買付申込みを行えばその後で競合する指し値を明らかにする、他の著名な 2 社が買付申込みを行った、等といった後に虚偽であることが判明する表示 (representations) を行った。X は、B 会社の株式を保有し適当な機会に売却する目的で、2814 万 1424 株、1 株当たり 82 と 1/4 ペンス、総額 2314 万 1424 ポンドで購入した。1989 年 9 月までに、B 会社について別の詐欺が行われていたことが明らかとなり、そのことが B 株式の株価を暴落させた。1989 年 11 月 20 日から 1990 年 4 月 30 日までの間に、X は、B 株式を小分けにして、全体で 1100 万ポンドで売却し、これによって被った損害

51) Gullifer & Payne, supra note 18, at p. 442. これに対して、前述の取得時差額説的な考え方は、“negligent test of remoteness” と呼ばれている。

52) Smith New Court Securities Ltd v. Scrimgeour Vickers (Asset Management) Ltd [1997] AC 254.

53) Gullifer & Payne, supra note 18, at p. 442-443.

54) Hudson, supra note 33, at p. 645.

について Y1 らに対して訴訟を提起した。

第一審裁判所は、Y1 に対する請求を却下したが、しかし、Y2 に対しては X が支払額と株式の真の価値との差額と同額の損害の回復を請求できることを認め、その額を 1989 年 7 月 21 日において 1 株当たり 44 ペンスであると認定した。控訴院は、Y2 の控訴を許し、Y2 の賠償すべき損害額について、損害額の正確な算定は実際に X が支払った 82 と 1/4 ペンスと、不実表示がなかったとしたら B 株式が 1989 年 7 月 21 日に公開市場でつけられていたであろう価格、すなわち 78 ペンスとの差額であるとして、賠償額を 119 万 6010 ポンドに減額した。これを不服として、X と Y2 ともに上告した。

(2) 貴族院判決の判旨

Browne-Wilkinson 裁判官は、まず、当初の不実表示がなければ、原告は当該取引をしなかったであろうことを示す多くの証拠を認定し、したがって、詐欺的不法行為の基本要素が立証された、とした。そして、取引の日を評価時点とする 19 世紀のルールは、多くの文脈においてはおそらく良いルールであろうが、近代的な文脈では一般的に適用できるルールではないとして、次の 7 つの原則を提示した。①被告は、当該取引から生じた直接的な損害の全てについて、補償しなければならない。②そのような損害が予見可能であった必要はないが、当該取引から直接生じたものでなければならない。③そのような損害の算定に際し、原告は、支払額全額を賠償として回復する資格があるが、当該取引の結果として得た利益は差し引かれなければならない。④一般原則として、受け取った利益には、当該取得の日を取得した財産の市場価値が含まれる。⑤一般原則が適用されない状況を包括的に述べることはできないが、次のいずれかの場合には、通常一般原則は適用されない。すなわち、(a) 当該資産の取得後も不実表示が継続していたために、原告が当該資産を保有し続けるよう促された (induce to retain) 場合、(b) 事案の状況から原告が詐欺的行為のために当該資産に塩漬けにされていた (locked into the property) 場合、である。⑥加えて、原告は、当該取引によって生じた結果的損失 (consequential losses) を回復する資格がある。⑦原告は、一旦詐欺的行為が明らかになったら、全ての合理的な手段を講じて損失を低減させ (to mitigate his loss) しなければならない⁵⁵⁾。

なお、判決には、Lord Steyn 裁判官の反対意見も付されている。同裁判官は、損害額の問題を、優勝馬であるとの虚偽表示に基づいて取得した競走馬とのアナロジーによって説明した先例 (Twycross v. Grant (1877) 2 C.P.D. 469) を引用し、もしその競走馬が別の要因の結果として死亡したとすれば、原告にはその馬の全ての価値を賠償させる資格はなく、取得したときの真の馬の価値と現実に支払った価格との差額の賠償だけが請求者には許されることになろう。同様に、虚偽表示の結果として取得した株式が、他の要因によって無価

55) [1997] AC 254, at p. 267.

値になった場合についても、投資家は株式の真の価値と支払った価格との差額だけを回復する資格があるはずである、と述べている⁵⁶⁾。

5 計算書類等の不実開示に関する近時の判例

Hall v. Cable and Wireless plc (; Parry and another v. Cable and Wireless plc; Martin v. Cable and Wireless plc) 事件 (以下、「C&W 事件」という。) においては、問題となる重要事項の不開示が発覚したのは、2002 年 12 月であって、2004 年の透明性指令採択よりも以前に起こった事件であるが、X らが提訴したのは、2008 年 11 月になってからであったため、判決が下されたのは 2009 年である。この判決⁵⁷⁾ は、Caparo 事件貴族院判決を前提としながらも、継続開示における重要事項の不開示について、一般投資家との間で過失による不法行為が成立する余地を認める点で、注目を集めている。Teare 裁判官は、問題となる格付け条項の開示懈怠を理由として Y 会社には計算書類を公表したときに注意義務が生じた、という主張によって、Caparo 事件貴族院判決の原則を迂回しうることを認めている。このような本判決の考え方が、FSMA 90A 条および改正 90A 条の施行後も成り立ちうるのか、今後の判例動向が注目されるところである⁵⁸⁾。

【Hall v. Cable and Wireless plc 事件判決】

(1) 事案の概要

X らは、上場会社である Y 会社 (Cable and Wireless plc) の株式を、1997 年から 2002 年の間に購入している。1999 年 8 月、Y 会社は、A 会社 (Deutsche Telekom) に、モバイルホン会社 B (One2One) における権益を売却したが、その売買取引には、次のような格付け条項 (the ratings clause) が含まれていた。すなわち、Y 会社の債券格付けが特定のレベルを下回るときは、Y 会社は、買主 A に対して、15 億ポンドの金額について銀行保証を提供するか、または、15 億ポンドをエスクローとして第三者に預託する、というものであった。この格付け条項については、1999 年に上記取引の詳細がアナウンスされたときも開示されず、その後の Y 会社の報告書や計算書類においても、この格付け条項が実際には偶発債務 (a contingent liability) であるにもかかわらず、何の言及もなされておらず、2002 年 12 月にこの格付け条項が発動されるまで、それが公表されることはなかった。

2000 年 3 月頃から 2002 年 12 月まで、Y 株式の株価が低下し、2002 年 12 月 6 日に、Y の債券格付けは、上記格付け条項で定めたレベルを下回った。同日、Y 会社は、プレス・

56) Ibid., at p. 279.

57) Hall v. Cable and Wireless plc [2010] 1 BCLC 95.

58) 本判決を契機とする論考として、Alcock, supra note 15.

リリースにより格付け条項の内容を明らかにし、それによってY株式の株価が一段と下落した。Xらは、2002年の11月と12月に持株を売却し損失を被った。

Xらは、賠償請求の訴訟を提起し、訴因として、①FSMA 73A条に基づき定められた株式上場規則の違反、②株価にダメージを与える情報を慎重に不開示としたことにより、FSMA 118条に反する「市場濫用行為」に該当し有罪であること、③1967年不実表示法に基づく過失による不実表示、④過失 (negligence) による不実記載、の4つを主張した。

(2) 判旨の概要

前記①ないし③については、主に訴訟原因を理由に請求が棄却されている。①および②については、私訴権が認められないこと⁵⁹⁾、③については、Yが契約の相手方当事者に該当しないことを理由とする。他方、前記の④については、Teare裁判官は、次のように述べて、「被告がなした他の誤導的な記載の故に」、格付け条項の不開示を通じた過失による不実開示について、Caparo事件判決によっても、Y会社が責任を負う可能性を完全に排除することはできない旨を判示した。「しかしながら、申し立てられ(口頭で主張され)た請求の基礎は、被告によってなされた他の誤導的な記載の故に、正確な情報の開示が求められた、という主張に置かれている。これにより、Caparo判決における原則を迂回できる可能性がある (the basis of the claim as pleaded …… relies also upon an allegation that the publication of accurate information was required because of other misleading statements made by the defendant. This may allow the principle in Caparo v. Dickman to be circumvented.)。たとえば、計算書類を発行するときに、1999年に格付け条項を開示するのを怠ったことを理由に、注意義務が生ずるということができる可能性がある。それは立証される事実にかかっている。」⁶⁰⁾

IV むすびに代えて

以上のように、不実の企業情報開示に関する民事責任について、イギリスでは、19世紀から20世紀にかけて、目論見書等の不実記載に関する事案を中心に、詐欺的不法行為による判例法が先行して形成された。制定法規定が整備されない間に、判例が先行して蓄積されたこと、また、おそらくは詐欺的な会社設立が問題となるような時代背景もあったことから、こうした判例法は、少なくとも理念的にはきわめて厳格な内容となり、それが制定法に受け継がれていった。イギリス法において、不実の発行開示に関するかなり厳格な民事責任規定が制定法上いち早く整備されたのに対して、不実の流通開示に関する民事

59) この点に対する批判として、MacNeil, *supra* note 24, at p. 425.

60) [2010] 1 BCLC 95, at p. 104.

責任規定の整備が近年まで行われてこなかったのは、このような時代背景によるところも大きいように思われる。それはまた、流通開示については、開示・会計制度の発展と相まって、民事責任規定の整備以外の方法で、不実開示の問題に対処しようとしてきたことの反映であるようにも思われるが、この点については、更なる研究と考察が必要であろう。他方で、過失による不法行為については、不実開示に関する判例は未だ流動的な状況にあるように見受けられる。

いずれにしても、こうした不実記載に関する不法行為判例において、賠償額の算定方法についても、判例の考え方が形成されている。それによれば、賠償額の算定は、詐欺的不法行為においても、また過失による不法行為においても、基本的には、いわゆる取得時差額説に類似する考え方が採用されている。しかしながら、詐欺的不法行為に関する 1990 年代の判例 *Smith New Court* 事件貴族院判決では、株式取得後に不実表示とは別の要因によって生じた株価下落についても、不実表示の結果として生じた損失であるとして賠償請求を認めており、取得自体損害説に近い考え方ということもできる。同判決は、このような賠償額算定方法が適用されるべき状況を述べていること、また、一旦詐欺的行為が明らかになったら原告には損失の軽減義務が生ずるとすることなど、示唆的な部分が見られる。このような算定方法は、イギリスでは詐欺的不法行為の場合に限られているようであり、悪意・重過失のある不実開示者との関係では、こうした算定方法が受け入れられやすいということもあるかと考えられる。有価証券報告書等の虚偽記載についての民事責任の在り方、また投資者に生じた損害の賠償額を検討する際にも、参考になるものと思われる。

ここで述べたことは、本稿で取り上げたイギリス判例法の展開から考察すべきと思われる事項の一部にすぎない。紙幅の制約もあり、詳しい検討はまた別の機会を期すこととしたい。