



米国証券詐欺訴訟における puffery defense

熊代, 拓馬

(Citation)

神戸法學雑誌, 74(2):53-117

(Issue Date)

2024-09-27

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/0100491741>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/0100491741>



神戸法学雑誌第七十四巻第二号二〇二四年九月

米国証券詐欺訴訟における puffery defense^{*}

熊代拓馬

〔目次〕

I. はじめに	55
II. 背景	56
III. puffery defense の概要	58
1. 意義	58
2. 正当化根拠	58
IV. 証券詐欺訴訟における puffery defense に関する裁判例	59
1. リーディング・ケース	61
(1) 将来志向情報に関する裁判例	61
(2) 現在・過去の事実に関する裁判例	64
(3) 整理	72
2. 現在・過去の事実と puffery defense の認否	72

* 本稿は、科学研究費 22K13310・23K01167、2024 年度澤村正鹿学術奨励基金、および日本証券業協会第9期客員研究員としての研究成果の一部である。また、本稿の基となった研究は、日本証券業協会客員研究員会合（2023年11月20日）において報告し、出席者から多くの示唆・助言を賜った。ここに記して感謝申し上げます。言わずもがな本稿に残された誤りは筆者の責に帰すものである。

(1) 倫理規定に関する開示	72
(2) 取引や事業の状況に関する開示	84
(3) 安全性に関する開示	87
3. 小括	93
V. puffery defenseに関する議論状況	96
1. O'Hareの見解	96
2. Bainbridge & Gulatiの見解	98
3. Padfieldの見解と実験	100
(1) Padfieldの見解	100
(2) Padfieldの実験	102
4. Osovskyの調査と実験	103
(1) 裁判例の調査	104
(2) Osovskyの実験	104
5. Liptonの見解	110
6. 小括	111
VI. むすび	115

I. はじめに

本稿は、米国における puffery defense⁽¹⁾につき、その意義、証券詐欺訴訟における認否状況、およびそれらに対する議論状況を整理するものである。本稿が対象とする puffery defense は、概して言えば、虚偽記載・不記載と主張された情報につき法律問題 (as a matter of law) として重要性 (materiality) を否定する抗弁である。筆者は、別稿で、米国証券詐欺訴訟における虚偽記載・不記載の重要性の判断枠組みの内容とその形成過程を整理したが⁽²⁾、当該判断枠組みの下でいかなる場合に虚偽記載・不記載の重要性が認められたか、または認められなかったか、すなわち、重要性の判断枠組みの運用状況については整理することができていなかった。本稿は別稿で明らかにできなかった重要性の判断枠組みの運用状況の一部の解明を試みるものであり、本稿の整理結果は、いかなる場合にいかなる根拠で重要性が否定され、またそれは妥当かについての検討材料を提供するものとして位置づけられる。

本稿の構成は以下の通りである。II では、米国証券詐欺訴訟の基礎となる

-
- (1) puffery は、新英和大辞典（第6版）では「ほめそやし、吹聴、宣伝」と、Cambridge Dictionary では“the act of praising someone or something too much in a way that is not sincere”と、Merriam-Webster Dictionary では、“exaggerated commendation especially for promotional purposes”と、Black’s Law Dictionary (11th ed.) では“puffing”の項において、“The expression of an exaggerated opinion — as opposed to a factual misrepresentation — with the intent to sell a good or service. Puffing involves expressing opinions, not asserting something as a fact. Although there is some leeway in puffing goods, a seller may not misrepresent them or say that they have attributes that they do not possess”とされている。こうした語釈によれば、puffery を「誇大広告（表示）」、puffery defense を「誇大広告（表示）の抗弁」と訳出できるかもしれないが、原義（本稿Ⅲ〔54頁〕参照）やその運用状況（本稿Ⅳ〔59頁〕参照。とりわけ、証券詐欺訴訟における puffery defense は誇大表現のみならず、一般的な表現からも発行会社等を保護する）と乖離する感も否めないため、本稿では puffery や puffery defense を訳出せず、そのまま用いる。
- (2) 熊代（2023）参照。

要件や訴訟手続、重要性の判断枠組みについてごく簡単に確認する。Ⅲでは、puffery defense 一般についてその意義や沿革を整理する。Ⅳでは、証券詐欺訴訟における puffery defense の判断枠組みはどのようなもので、どのような場合に認められているかを整理する。Ⅴでは、裁判例の動向を学説はいかに評価しているかを整理する。Ⅵでは、本稿の整理内容を端的にまとめる。

Ⅱ. 背景⁽³⁾

1934年証券取引所法10条b項は、直接的または間接的であれ、州際通商もしくは郵便の手段または国立証券取引所の設備を用いて、公益または投資家保護のために必要または適切なものとしてSECが定める規則に違反して、証券等の売買に関して、相場操縦的または詐欺的策略・術策を用いることを禁止する、一般的な証券詐欺禁止規定である。1934年証券取引所法10条b項を受けてSECが定めたRule10b-5は、証券等の売買に関して、詐欺を行うための策略、計略、または技巧 (any device, scheme, or artifice) を用いること (同 (a))、重要な事実について虚偽記載をする、または開示された状況に照らして、声明 (statement) を誤解を招くものとしないうために、必要な重要な事実を表現することを省略すること (同 (b))、詐欺もしくは欺瞞となり、またはそのおそれのある行為、慣行、または業務を行うこと (同 (c))⁽⁴⁾ を禁止する。

1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に基づき、発行会社や役員に対し虚偽記載・不記載につき証券詐欺を主張する者 (原告) は、(i) 重要な虚

(3) 本章の第1段落・第2段落は、読者の便宜のため、熊代 (2023) 4-5頁に僅かな加除修正を加えて再掲するものであり、第3段落は熊代 (2023) で扱った*Basic*判決 (*Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)) や同判決前後の重要裁判例 (とりわけ、*TSC Industries*判決 [*TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976)] や *Matrixx*判決 [*Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27 (2011)]) の説示を基に整理したものである。

(4) 1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に関する邦語での解説として、黒沼 (2006) 116-129頁。

偽記載または重要かつ誤導的な不記載、(ii) サイエント、(iii) 虚偽記載・不記載と証券の売買の関連性、(iv) 虚偽記載・不記載への依拠（信頼）、(v) 経済的損失、(vi) 相当因果関係を訴答・立証しなければならない。⁽⁵⁾これに対し、一般に、会社・役員（被告）は、原告の申立てにおいては十分に請求が述べられていないと主張して訴え却下の申立て（連邦民事手続規則12条b項6号）や、重要な事実につき真正の争いがなく法の問題として判決が得られると主張してサマリージャッジメントの申立て（連邦民事手続規則56条a項）を行い、訴答段階（事実審理前）⁽⁶⁾での訴訟の終了を試みる。訴答段階では、訴状でもっともらしく主張されている事実に関する全ての主張を真のものとして受け止めた上で、請求につき現実的にありえる程度の記載がなされているかが審理され⁽⁷⁾、訴答が不十分であれば、被告の訴え却下の申立てが認められる。原告が訴答段階を乗り越えるにあたり、しばしば障害となるのが (i) 虚偽記載・不記載の重要性の立証である。

重要性は、合理的な株主・投資家が虚偽記載または秘匿された情報を議決権行使の判断や投資判断にあたり重要なものだと考える、換言すれば、利用可能な情報の総体を大きく変更するものであるとして捉える、相当程度の可能性⁽⁸⁾がある場合に認められる。重要性は法律問題と事実問題の混合する問題であり、事実に対する法基準の適用を伴うものである。したがって、合理的な株主・投資家が争われている情報から導く推論と当該推論の株主・投資家にとっての重要性について事実認定者による慎重な評価が求められるが、主張された虚偽記載・不記載が、合理的な判断の下では重要性の評価について異ならないほど、投資家にとって明らかに重要である、または重要でない場合に限って、訴答段

-
- (5) See, *Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta*, 552 U.S. 148, 157 (2008).
(6) 連邦民事訴訟規則下における訴え却下やサマリージャッジメントに関する邦語での解説として、溜箭 (2016) 195-204 頁。
(7) See, *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 308, 322-323 (2007), *Ashcroft v. Iqbal*, 556 U.S. 662, 678-679 (2009).
(8) *Basic*, 485 U.S. at 231-232.

階において（すなわち、事実審理を経ることなく）法律問題として処理することができる⁽⁹⁾。既述の通り、puffery defense は虚偽記載・不記載と主張された情報につき法律問題として重要性を否定する抗弁であり、puffery defense が認められるということは、訴答段階で訴えが斥けられることを意味する。

Ⅲ. puffery defense の概要

1. 意義

概して言えば、puffery とは、売主が、商品、役務、または投資対象について買主に誤解を生じさせるような説明を行ったとしても、当該説明があまりに曖昧または楽観的なものであるとして、売主の責任を免れさせる抗弁である⁽¹⁰⁾。puffery defense は、証券詐欺のみならず、郵便・通信詐欺（mail fraud, wire fraud）、コモンロー上の詐欺・契約、Uniform Commercial Code における保証（warranty）、約束的不実表示（promissory misrepresentation）、および法曹倫理などで見受けられ、それぞれ定義や要件が多少異なるようだが、本研究では証券詐欺における puffery defense を対象とする。

2. 正当化根拠

puffery defense の起源は *caveat emptor*（買主注意せよ）にあるとされる⁽¹²⁾。*caveat emptor* とは、買主は、売主が売買目的物の質や価値を誇張していることを理解すべきであり、それを怠ったならば、買主自身がそのことについて責任を負うべきであるという考えである。これには2つの前提がある。第1の前提

(9) *TSC Industries*, 426 U.S. at 449–450.

(10) Bainbridge & Gulati (2002) at 119, Hoffman (2006a) at 1400, Osovsky (2016) at 336, Lipton (2017) at 112, Lipton (2019) at 746, Mark (2022) at 544.

(11) Hoffman (2006a) at 1396–1397, Padfield (2010) at 161.

(12) O'Hare (1998) at 1705, Leighton (2004) at 616–617, Leighton (2005) at 637, Padfield (2010) at 170, Osovsky (2016) at 337.

は、当事者は売買目的物の情報へのアクセスにおいて対等な地位にあるというものである。買主は購入前に目的物を自由に調査、検討、検査することができるため、買主は自分の利益を守ることができる。第2の前提は、買主は売主の売り文句を信じる理由がないというものである。買主と売主は独立した当事者であるからである。⁽¹³⁾

時代が下るにつれて、*puffery defense*の正当化根拠は、*caveat emptor*（買主が売買目的物を調査する地位にある）から、誰も *puffery* とされるような表現を信用しないというものに移行した。⁽¹⁴⁾ 例えば、1887年、マサチューセッツ州最高裁判所は、*Kimball v. Bangs* ⁽¹⁵⁾において、「法は、人が売ろうとする品物の価値や品質を誇張することは当然であるということを認めている。全ての人はこのことを知っており、また買主はそうした説明を信用する信用する権利はない」と判示している。誰も *puffery* とされる表現を信用しないという正当化根拠は、現在の証券詐欺訴訟でも表現を代えて維持されている。例えば、後述する、2009年の第2巡回区控訴裁判所の *ECA, Local 134 IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Co.* ⁽¹⁷⁾（以下、「*ECA, Local 134* 判決」という）では、「原告が強調する声明は証券法違反とならない単なる *puffery* にすぎない。これらの声明は合理的な投資家が信頼するには一般的すぎるものである」と判示されている。⁽¹⁸⁾

IV. 証券詐欺訴訟における *puffery defense* に関する裁判例

本章では証券詐欺訴訟における *puffery defense* に関する裁判例の動向を整理

(13) O'Hare (1998) at 1705–1706, Leighton (2004) at 637.

(14) O'Hare (1998) at 1704, Padfield (2010) at 161, Osvosky (2016) at 337.

(15) *Kimball v. Bangs*, 11 N.E. 113 (1887).

(16) *Kimball*, 11 N.E. at 114.

(17) *ECA, Local 134 IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Co.*, 553 F.3d 187 (2d. Cir. 2009).

(18) *ECA, Local 134*, 553 F.3d at 206.

する。

既述の通り、puffery defenseの起源は*caveat emptor*にあるところ、SECは証券法の理念（完全な情報開示の実現）に反するとして puffery defense を用いるべきではないと繰り返し主張していた⁽¹⁹⁾。裁判所も、1980年代前半まで、証券訴訟において puffery defense を認めることには消極的であったようだが⁽²⁰⁾、1980年代中頃から投資家が証券ブローカーの責任を追及する訴訟を中心に、puffery defense を認めるようになった。例えば、証券ブローカーが、顧客に対し、ある証券について素晴らしい（*marvelous*）投資であると伝えた事案や、将来の収益について大金をもたらすと伝えた事案において、裁判所はこうした声明を訴えることのできない puffery であるとした⁽²¹⁾⁽²²⁾⁽²³⁾。

1990年代に入ると、投資家が発行会社による虚偽記載・不記載の責任を追及する訴訟において、発行会社やその役員も puffery defense を主張するようになり、裁判所もそれを認めるようになった。とりわけ、1990年代は将来志向情報を不実開示として主張する事案が多く見られた時期であり、将来志向情報等を puffery と評価した事案が蓄積された。その後、近年では、環境、社会、コーポレート・ガバナンスに関する情報（以下、単に「ESG情報」という）といった現在や過去の事実についても puffery と評価する（すなわち、訴答段階において法律問題として重要性を否定する）事案が蓄積されつつある。

以下、1では、証券詐欺訴訟における puffery defense のリーディング・ケースを概観し、ESG情報をはじめとした現在や過去の事実が puffery と評価されるようになった、裁判例の展開を確認する。2では、現在・過去の事実に関する虚偽記載・不記載が主張された事案において、どのように puffery defense が用いられ、どのような場合に認められているかを確認する。

(19) O'Hare (1998) at 1708.

(20) Padfield (2008) at 355-357.

(21) Zerman v. Ball, 735 F.2d 15 (2d Cir. 1984).

(22) Newman v. L.F. Rothschild, Unterberg, Towbin, 651 F.Supp 160 (S.D.N.Y. 1986).

(23) O'Hare (1998) at 1706-1707.

1. リーディング・ケース

(1) 将来志向情報に関する裁判例

将来志向情報を puffery と評価したリーディング・ケースとして、1993 年の第 4 巡回区控訴裁判所の *Raab v. General Physics Corp.* ⁽²⁴⁾ (以下、「*Raab* 判決」という) が挙げられる。1996 年の第 2 巡回区控訴裁判所の *San Leandro Emergency Medical Group Profit Sharing Plan v. Philip Morris Companies, Inc.* ⁽²⁵⁾ (以下、「*Philip Morris* 判決」という) は、*Raab* 判決を引用し、将来志向情報を puffery と位置づけたものだが、現在・過去の事実が問題となった近時の裁判例でも puffery defense ⁽²⁶⁾ の判断枠組みを示すにあたり参照されることがある。そこで、これらの判決を簡単に紹介する。

① *Raab* 判決 ⁽²⁷⁾

【事案の概要】

G 社 (General Physics) は、米国国内原子力発電事業において、人材育成や技術支援を行う会社であり、同社の DOE サービス・グループは、DOE (エネルギー省) および、DOE の核兵器製造・廃棄物処理施設を管理・運営する元請業者に対し役務を提供するものである。1992 年 2 月 20 日、証券アナリストは、「第 4 四半期の業績は、エネルギー省 (DOE) による新規契約調達の鈍化により悪影響を受けた。昨年秋の米国の核兵器削減の決定により、議会と DOE は核兵器コンプレックスを再評価している。その結果、いくつかの契約の調達が遅れている。G 社は、ここ数週間で契約締結のペースが大幅に上がっていると指摘している」というレポートを公表した。同日、G 社は 1991 年度の売上高が過

(24) 4 F.3d 286 (4th Cir. 1993).

(25) *San Leandro Emergency Medical Group Profit Sharing Plan v. Philip Morris Companies, Inc.*, 75 F.3d 801 (2d Cir. 1996).

(26) 例えば、*ECA, Local 134* 判決や後述する *In re Signet Jewelers Ltd. Securities Litigation*, 389 F.Supp.3d 221, 229 (S.D.N.Y. 2019) は、puffery を説明するにあたり、*Phillip Morris* 判決を引用・参照する。

(27) *Raab v. General Physics Corp.*, 4 F.3d 286 (4th Cir. 1993).

去最高を記録したことを発表した⁽²⁸⁾が、1991年第4四半期および1992年第1四半期の業績の鈍化については触れなかった。1992年3月30日に公表された年次報告書では、規制変化、環境再生（environmental restoration）と廃棄物管理の重要性の高まりがあいまって、DOE サービス・グループには、今後数年間10%～30%の年間成長率が見込まれ、将来にわたって発展と成長が継続する、とされていた。他方で、G社は、同日のプレスリリースにおいて、契約締結の遅れにより、第1四半期の純利益はアナリスト予想の半分になる可能性があること、これは一時的なものであり、残りの四半期はアナリストの予想通りになるはずであることを発表した。6月18日、G社は、契約締結の遅れが続いていることから、第2四半期の純利益が予想を下回ることを公表した。これにより株価は37%下落した。

G社の株主であった原告は、G社等に対し、G社はDOE契約受注減速の影響を完全に開示しなかったことで人為的に価格を釣り上げており、1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に違反したと主張する訴えを提起した。メリーランド地区連邦地方裁判所は、証券詐欺の主張を基礎づける具体的な事実を訴答していないとして、被告の訴え却下の申立てを認めた。原告控訴。第4巡回区控訴裁判所は、上記声明につき、下記の通り判示し、puffery defenseを認め、法律問題として重要ではないとした。

【判旨】

「G社は年次報告書において将来の成長について予想しているが、こうした予測はほとんど重要なことではない。年次報告書には、『規制の変化により、DOE サービス・グループは、今後数年間で年間10%～30%の成長率が予想される市場を創出した』、『DOE サービス・グループは、前年の成長と成功を将来にも引き継ぐ体制を整えている』とある。成長を予測する漠然とした記述により株価が上がることは⁽²⁸⁾ないため、こうしたソフトな、pufferyな記述は一般的に重要性を欠く。」（強調筆者）

(28) Raab, 4 F.3d at 289.

【解説】

Raab 事件では、年次報告書における企業の将来の成長に関する声明が問題となったが、第4巡回区控訴裁判所は、これを、株価に影響を与えない、ソフトで、*puffery* な表現と位置づけ、重要性を否定した。*Raab* 判決前にも、将来志向情報を *puffery* と位置づけた裁判例はいくつかあり、*Raab* 判決の上記【判旨】はそれらを引用・参照したもののだが、その後の判決では *Raab* 判決が引用・参照されることが多い⁽³⁰⁾。

② *Phillip Morris* 判決**【事案の概要】**

P 社 (*Phillip Morris*) は、タバコの製造・販売を業とし、高価格帯のタバコを主力商品とするが、タバコ需要の低下および低価格帯のタバコの隆盛に対応に迫られていた。従来、P 社は、利益水準の維持・増加を目的に、高価格帯のタバコの価格を引き上げると同時に、低価格帯のタバコの魅力を低下させるために、高価格帯と低価格帯の価格差を埋めることで、高価格帯のタバコの需要減少に対応してきており、1993年第1四半期までこうした事業戦略を採っていた。P 社は、1993年第1四半期中、同年は昨年以上になると予想し、高価格帯のタバコは低価格帯のタバコに対し強いポジションにある旨、タバコ事業は強固で成長しており、競争的な環境でうまくやっている旨、1993年も1株あたり純利益 (EPS) が力強く成長する年になると予想しており、タバコ事業について優れた販売量の伸びと将来的な利益の可能性を有している旨を述べていた。しかし、上記事業戦略は功を奏しなかったため、同4月2日、同社は、高価格帯のタバコの値下げ、およびそれによる売上高の減少の見込みを発表し、発表後同社株価は約25%下落した。

P 社の株主であった原告は、P 社およびその役員に対し、上記声明は重要な事

(29) See, *Howard v. Haddad*, 962 F.2d 328, 331 (4th Cir.1992).

(30) See, *Hoffman* (2006a) at 1408-1411.

実について虚偽記載または不記載であり、1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に違反する等主張して、訴えを提起した。ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所は、P社代表者の楽観的な声明は、投資家に与えられた情報の総体を誤導するものではなく、明らかに意見の表明であり、保証のない将来の事象についての声明は、訴えることができないとして、被告の訴え却下の申立てを認めた。原告控訴。第2巡回区控訴裁判所は、上記声明につき、下記の通り判示し、puffery defenseを認め、法律問題として重要ではないとした。

【判旨】

「原告は、P社は、収益につき『楽観的』であり、高価格帯のタバコの業績が好調であると『予想』しているという一般的な声明を示したことによって、短期的な利益を損ねる他の事業戦略を採る可能性を開示することが求められたと主張する。合理的な投資家であれば、こうしたpufferyによって、会社が不可逆的に特定の事業戦略を行うと誤解することはあり得ず、証券法の下で訴え可能な⁽³¹⁾声明となり得ない。」(強調筆者)

【解説】

Phillip Morris事件でも、事業戦略や売上・純利益の予想といった、企業の将来の成長に関する声明が問題となったが、第2巡回区控訴裁判所は、合理的な投資家であれば、こうした情報によって誤解することはないとして、重要性を否定した。上記【判旨】では、第2巡回区のいくつかの判決とともに、Raab判決が参照されている。Phillip Morris判決は、将来志向情報のみならず、この後⁽³²⁾確認する、現在・過去の実事に関する事案でも、しばしば引用・参照される。

(2) 現在・過去の実事に関する裁判例

現在・過去の実事につき puffery defense を認めたリーディング・ケースとし

(31) *Phillip Morris*, 75 F.3d at 811.

(32) 例えば、*ECA, Local 134* 判決(本節(2)②[67頁])や *Signet Jewelers* 判決(本章2(1)③イ[81頁])は、*Phillip Morris* 判決を引用・参照する。

て、2004年の第6巡回区控訴裁判所の⁽³³⁾*In re Ford Motor Co. Securities Litigation*（以下、「*Ford*判決」という）や、2009年の第2巡回区控訴裁判所の⁽³⁴⁾*ECA, Local 134*判決が挙げられる。また、近時では、2019年の第2巡回区控訴裁判所の⁽³⁵⁾*Singh v. Cigna Corp.*（以下、「*Cigna*判決」という）が同種の事件で引用されることが多いため、これらの判決を紹介する（→①～③）。

① ⁽³⁶⁾*Ford*判決

【事案の概要】

F社(Ford)は自動車の製造・販売を業とするが、1999年までに、その製品Eに関する死傷事故につき50件の訴訟提起を受けていた。2000年8月に、F社は、製品Eに標準装備していたタイヤにつき任意のリコールを行う旨を公表した。この間、F社は、収益が改善し、製品Eは様々な販売記録を得ている旨のほか、品質、安全性、企業社会活動に関する開示を行っていた。具体的には、F社は、品質を最優先する旨、品質についてリーダーとなる旨、最高品質を有している旨、品質改善のために全面的な行動をとっている旨、自動車の安全性について世界的なリーダーである旨、品質を最優先事項としている旨、顧客が乗車中安全・安心でいられることを望んでいるため、乗用車・トラックに安全装置を設計している旨、より安全な自動車をお客様に提供するより良い方法を見つけることに専念している旨、企業市民活動（corporate citizenship）のリーダーになりたいと思っている旨、最大の資産は顧客からの信頼と自信である旨、CSRを先進するつもりである旨が謳われていた。

F社の株主であった原告は、F社等に対し、F社は製品Eに標準装備されていたタイヤの安全性について重要な情報を省略しており、1934年証券取引所法10

(33) 381 F.3d 563 (6th Cir. 2004).

(34) *ECA, Local 134 IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Co.*, 553 F.3d 187 (2d. Cir. 2009).

(35) 918 F.3d 57 (2d. Cir. 2019).

(36) *In re Ford Motor Co. Securities Litigation*, 381 F.3d 563 (6th Cir. 2004).

条 b 項および Rule10b-5 に違反すると主張する訴えを提起した。ミシガン東部地区連邦地方裁判所は被告の訴え却下の申立てを認めた。原告控訴。第6巡回区控訴裁判所は、上記声明につき、下記の通り判示し、puffery defense を認め、法律問題として重要ではないとした。

【判旨】

「重要でない声明には、合理的な投資家であれば依拠しないであろう曖昧、ソフト、もしくは puffing な声明、または明らかな誇張 (hyperbole) が含まれる。単なる puffing または企業の楽観的な声明は、将来志向のもの、または客観的に検証できない楽観主義的な一般的な声明である。……こうした声明（筆者注：原告が列挙する声明）は合理的な投資家が利用可能な情報の一般的な要点 (general gist) を大きく変更させるものではないとみなす単なる puffery または誇張表現であり、それゆえ、たとえ誤解を招くものであるとしても、重要ではない。すべての公開会社は自身の製品や行動を称賛する。裁判所は、経営者からよく聞かれ、市場でもしびれさせるほど馴染みのある、ある種のバラ色の称賛について、つまり曖昧で、具体性を欠き、話者の意見であることが明らかで、合理的な投資家であればそれらを利用可能な情報の総体にとって重要であるとはみなさないようなゆるやかな楽観的な発言について、法律上の問題として重要性を認めないことに意欲を示してきた。……同様のことが本事件にも当てはまる。F社が欲していること、またはそのサプライヤーに求めていることは、合理的な投資家であれば、製品がその目的に達していたり、サプライヤーがF社の求める品質基準を維持していたりすることの現れであると解釈しないであろう。」⁽³⁷⁾（強調筆者）

【解説】

Ford事件では、自動車メーカーにおける製品の品質・安全性や企業の社会活動に関する声明が問題となったが、第6巡回区控訴裁判所は、こうした声明を、合理的な投資家であれば依拠しないであろう曖昧、ソフト、puffery な表現とし

(37) Ford, 381 F.3d at 570-571.

て位置づけ、重要性を否定した。*Ford*判決は、同事件語の現在・過去の事実に関する情報が問題となった事案で引用・参照されるとともに、学説では、重要性が否定された初期の事件として紹介されることがある。⁽³⁸⁾

② *ECA, Local 134* 判決⁽³⁹⁾

【事案の概要】

J銀行（JP Morgan Chase）はE社（Enron）のために偽装融資を行った。偽装融資を行っている間、J銀行は、投資家に対し、リスク管理プロセスは高度に規律付けられ、その誠実性を維持するよう設計されている旨、誠実性（*integrity*）についての基準を設けている旨、財務上の規律に注意してそのフランチャイズを再配置し、強化する旨の説明を行い、誠実性および信用リスク管理プロセスを高度なものに維持していると繰り返し強調していた。

J銀行の株主であった原告は、J銀行およびその執行役員らに対し、上記声明は重要で誤解を招くものであり、1934年証券取引所法10条b項、およびRule10b-5に違反すると主張する訴えを提起した。ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所は被告の訴え却下の申立てを認めた。原告控訴。第2巡回区控訴裁判所は、上記声明につき、下記の通り判示し、*puffery defense* を認め、法律問題として重要ではないとした。

【判旨】

「原告が強調する声明は証券法違反とならない単なる *puffery* にすぎない。これらの声明は合理的な投資家が信頼するには一般的すぎるものである。*Lasker* 事件⁽⁴⁰⁾のように、これらの声明は、同社の選択がそのリスク管理慣行における失敗を防止することを保証するものではない。J銀行の声明はJ銀行の事業慣行に関する単なる一般論である。

(38) Arom (2021) at 958-961.

(39) *ECA, Local 134 IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Co.*, 553 F.3d 187 (2d. Cir. 2009).

(40) *Lasker v. N.Y. State Elec. & Gas Corp.*, 85 F.3d 55, 59 (2d. Cir. 1996).

原告は、銀行の誠実性に対する評判の重要性と、評判に関する声明の重要性を混同している。銀行の評判は否定しようもなく重要だが、それによって銀行の誠実性に関する特定の声明がそれ自体として重要な意味を有するわけではない。……リスク管理手法における最善慣行の基準を設定したという J 銀行の声明は、他の同様の声明と同様に、合理的な投資家であれば、J 銀行がその評判に悪影響を及ぼすおそれのある行動を決して採らないという保証として依拠しないほど一般的なものである。ほとんど全ての投資銀行がこうした声明を行っている事実から、潜在的な投資を評価するにあたりこうした声明を真剣に受け止めないだろう。J 銀行の声明が重要な虚偽記載に当たるとすれば、投資機関が日常的に行っている多くの声明が証券法の適用範囲に含まれることになる。このように証券法の範囲を拡大することには反対である。」⁽⁴¹⁾（強調筆者）

【解説】

ECA, Local 134 事件では、金融機関における誠実性やリスク管理体制に関する声明が問題となったが、第 2 巡回区控訴裁判所は、こうした声明を合理的な投資家が信頼するには一般的すぎる puffery なものであると評価し、重要性を否定した。*ECA, Local 134* 判決の上記【判旨】では、*Philipp Morris* 判決や同判決を参照した判決（*Lasker* 判決）を参照しており、将来志向情報において形成された puffery の定義等が、現在・過去の事実の重要性の判断にも受け継がれたことがうかがえる。*ECA, Local 134* 判決は、現在・過去の事実が問題となった事件において、現在でもなお引用・参照される。⁽⁴²⁾

(41) *ECA, Local 134*, 553 F.3d at 206.

(42) 後掲裁判例のうち、*City of Pontiac* 判決（本章 2 (1) ②ア [74 頁]）、*Petrobras* 判決（本章 2 (1) ③ア [79 頁]）、*Signet Jewelers* 判決（本章 2 (1) ③イ [81 頁]）、*BHP Billiton* 判決（本章 2 (3) ② [91 頁]）は、*ECA Local, 134* 判決を参照する。

③ ⁽⁴³⁾ Cigna 判決

【事案の概要】

2012年、多国籍健康サービスを営むC社は、地域メディケア保険会社であるHS社を買収した。C社による買収以前、HS社は、メディケア事業の監督官庁であるCMS (Centers for Medicare and Medicaid Services) による制裁等を受けたことはなかった。C社はメディケア事業に関する規制を認識しており、買収の間およびその後には、C社とその役員は規制遵守に関する様々な声明を発していた。第1に、2014年2月27日、C社は2013年Form 10-Kを提出した。“Regulation”という節では、「適用される義務を遵守するための方針および手続を確立した」とし、“Medicare Regulations”という節では、C社は様々な遵守努力に対し「多大なリソースを割き続けるつもりである (it expects to continue)」と主張していた。同じ行においてC社のメディケア事業は「頻繁に改正される膨大で複雑な規制に服し、また、行政裁量に服する」と注記されていた。

第2に、2014年12月、C社は「行動倫理コード (Code of Ethics and Principles of Conduct)」というタイトルのパンフレットを公表した。パンフレットには、C社の上級役員から法令遵守と誠実さの重要性を主張する声明があり、「全従業員が法令を遵守し、C社の財務情報を取扱い、保管し、報告することが重要であり、……我々は我々がなすこと全て（政府高官とのあらゆる取引をも含む）において誠実に行動する責任を負う」と述べられていた。

第3に、2015年2月26日、C社は2014年Form10-Kを提出した。2013年Form10-Kと同様に、C社は遵守努力に対し「多大なリソースを割き続けるつもりである」と述べられていたが、「適用される義務を遵守するための方針および手続を確立した」という記述は削除されていた。加えて、国民医療保険制度改革に関する立法およびその施行を取り巻く規制上の不確実性に鑑み、規制遵守の困難性が述べられていた。

(43) Singh v. Cigna Corp., 918 F.3d 57 (2d. Cir. 2019). 本節は、Cigna判決を邦語で検討した熊代 (2021) を加除修正して再掲するものである。

しかし、一連の声明が公表されていた間、C社はメディケア事業運営にあたり遵守違反を行っており、2014年4月から2015年12月の間、C社は様々な遵守違反に対しCMSから75以上の通知を受けていた。通知の深刻さは様々であるが、中には継続的かつ（または）深刻な組織の問題を指摘するものも含まれていた。2015年8月、CMSはC社に対し広範な監査を行い、2016年1月21日、C社によるCMSに関する義務の不遵守を結論づけ、メディケア受益者の登録を停止する暫定的な制裁を課す旨の通知を行った。翌日、C社はCMSによる通知の受領および制裁の内容について情報開示を行うForm 8-Kを提出した。その後4日間にわたり、C社の株価は下落した。

C社株主であった原告は、C社等に対し、C社の声明は重要で誤導的なものであり、1934年証券取引所法10条b項、20条a項、およびSEC規則10b-5の下で詐欺を構成するものであると主張した。コネチカット州地区連邦地方裁判所は被告の訴え却下の申立てを認めた。原告控訴。第2巡回区控訴裁判所は、上記声明につき、下記の通り判示し、puffery defenseを認め、法律問題として重要ではないとした。

【判旨】

「当裁判所は原告の第1の主張（筆者注：合理的な株主はこれらの声明をC社が十分に法令遵守を行っていることの表明であると信頼する）を棄却する。合理的な株主は株式の売買の判断においてこれらの声明を重要なものと考えないであろう。それゆえ、重要な不実記載を構成しない。

連邦地方裁判所と同様に、当裁判所はC社の倫理規定に記載された声明はpufferyの典型例であると考える。pufferyとは合理的な投資家が当該情報に依拠するには一般的すぎる情報であり、評判、誠実さ、倫理規定の遵守に関する一般的な説明は訴えることのできないpufferyである。法に則り誠実に行動することの重要性について一般的に宣言する本倫理規定はこのカテゴリーに入る。

同様に、合理的な投資家は2013/2014Form 10-Kについて法令遵守の表明として依拠しないだろうと考える。以前、我々が、遵守に対する努力の記述が実際の遵守を保証する訴え可能なものであると判断した際、当該遵守努力の記述

は大変詳細なものであった。……このような詳細な記録はC社の単純かつ概括的な主張（方針・手続を有し、十分なりソースを割く）と対照的である。

さらに、C社の各声明は、適用される規制の複雑さ・多さの認知により構成されている。こうした構成はC社の法令遵守の範囲について注意を示唆するものである。同様に、C社の法令遵守に対し『十分なりソースを割き続けろと思う』という主張は、完全な有効性についての信頼を示すのではなく、会社が積極的に遵守努力を向上するよう活動していることを示唆するものである。もしあるとすれば、これらの文書は複雑な遵守メカニズムを十分に維持し、政府の規制をシフトすることについて、C社の不確実性を反映するようである。

争われている声明は曖昧で一般的なものであり、またそれらはC社が直面する、複雑で変化する規制環境を強調するものであるため、原告は合理的な投資家はこれらの声明が利用可能な情報の総体を変化させるほど重要なものであるとみるだろうということについてもっともらしく主張していない。それゆえ、これらの声明は重要で誤導的なものではない。⁽⁴⁴⁾」（強調筆者）

【解説】

Cigna 事件では、メディケア事業等を営む会社における、倫理規定や規制遵守に関する声明が問題となったが、第2巡回区控訴裁判所は、*puffery* を、「合理的な投資家が当該情報に依拠するには一般的すぎる情報」と定義し、評判、誠実さ、倫理規定の遵守に関する一般的な説明を例示した上で、本事件で問題となった声明を *puffery* として位置づけ、重要性を否定した。*Cigna* 判決の上記【判旨】のうち *puffery* の定義等に係る部分では、上記の *ECA, Local 134* 判決を引用する *City of Pontiac* 判決を参照・引用しており、*puffery* の定義が *Raab* 判決から脈々と受け継がれてきたことが分かる。*Cigna* 判決は、*puffery* の定義等を明確に示していることもあってか、その後の多くの事件で引用・参照されている。⁽⁴⁵⁾

(44) *Cigna*, 918 F.3d at 63-64.

(45) 後掲裁判例のうち、*Cigna* 判決を参照するのは *Signet Jewelers* 判決（本章2（1）③イ [81頁]）のみだが、*puffery* に関する説示部分については、筆者がデータ

(3) 整理

ここでは、puffery defense が証券詐欺訴訟において、どのように受容され、展開していったかを確認した。かつて、裁判所は、証券訴訟において puffery defense を認めることに消極的であったが、証券ブローカーの責任を追及する事案で認めた後、発行会社による将来志向情報の不実開示を主張する事案（*Raab* 判決、*Philip Morris* 判決）でも認めるようになり、それらの事案で形成された表現ぶりが、発行会社による現在・過去の情報の不実開示を主張する事案（*Ford* 判決、*ECA, Local 134* 判決、*Cigna* 判決）にも受け継がれたことが分かる。

2. 現在・過去の事実と puffery defense の認否

2 では、発行会社による現在・過去の事実に関する開示が不実開示として争われた事案のうち、puffery defense が持ち出されることの多い、(1) 倫理規定に関する開示、(2) 取引・事業状況に関する開示、(3) 安全性に関する開示を取り上げ、それらの事例を通じて、どのような現在・過去の事実が puffery と評価された、またはされなかったかを確認する。

(1) 倫理規定に関する開示

近年、企業で何らかの不祥事（例えば、従業員や役員の違法行為、セクハラ行為）が発覚した後に、企業が公表していた倫理規定において重要な事項につき虚偽記載または不記載があると主張して、証券詐欺訴訟を提起する事例が多く見受けられる。その典型例が上記の *Cigna* ⁽⁴⁶⁾ 判決だが、そうした訴訟のほとんどで puffery defense ⁽⁴⁷⁾ が認められている。

ベース（Westlaw）で調べた限りにおいて（2024年6月27日時点）、34事件で参照されている。

(46) 本章1 (2) ③ [69頁] 参照。

(47) Lipton (2017) at 112-113, Mark (2022) at 545-546.

① 背景

米国の上場会社は倫理規定（code of ethics）を有している⁽⁴⁸⁾。これはSEC規則と上場規則によるものである。

情報開示に関するSEC規則であるRegulation S-K Item 406は、Sarbanes Oxley Act of 2002により設けられたものであり、comply or explain方式で、登録会社に対し倫理規定の採択を動機づける。すなわち、登録会社は、そのCEO、CFO、CAO⁽⁴⁹⁾、支配人、または同様の職務を遂行する者に対し適用される倫理規定を採択しているか否かを開示し、採択していない場合にはその理由を説明しなければならない。ここで、倫理規定とは、不正行為を抑止し、誠実で倫理的な行動（個人的な関係と職務上の関係との間の利害対立の倫理的な取扱いを含む）、SECに提出する報告書・文書およびその他会社が行う公的なコミュニケーションにおける、完全、公正、正確、適時、かつ理解可能な情報開示、適用法令・規制の遵守、倫理規定違反について所定の者への迅速な内部報告、および倫理規定の遵守に対するアカウンタビリティを促進するために合理的に設計された書面での基準をいう⁽⁵⁰⁾。登録会社は、年次報告書の添付書類として倫理規定の写しをSECに提出するか、年次報告書において倫理規定の本文をWEBサイトに掲載した旨とそのURLを記載するか、年次報告書において、要求があれば倫理規定の写しを無償で提供する旨、およびその方法を記載することが求められる⁽⁵²⁾。

SOX法等を受けて、ニューヨーク証券取引所およびナスダックは上場規則⁽⁵³⁾を改正し、倫理規定の採択および開示を義務付けている。例えば、ニューヨー

(48) See, Babri et al. (2021).

(49) 原文では、principal executive officer, principal financial officer, principal accounting officerとされる。

(50) Regulation S-K Item 406 (a).

(51) Regulation S-K Item 406 (b).

(52) Regulation S-K Item 406 (c).

(53) NASDAQ STOCK MARKET, Rulebook, Rule 5610.

ク証券取引所上場規則は、大要、次のように定める。⁽⁵⁴⁾

- ◆ 取締役、執行役、および従業員に対する事業活動 (business conduct)、および倫理に関する規定を策定および開示しなければならない。
- ◆ 倫理規定の廃止は、取締役会または委員会のみが行うことができる。
- ◆ 倫理規定には、規範の実効的な運用を促進する遵守基準や手続が定められなければならない。こうした基準は、規定違反に愛する迅速かつ一貫した措置を担保するものでなければならない。
- ◆ 倫理規定は、利益相反、会社の機会、守秘義務、公正取引、会社財産の保護と適切な利用、法令・規制の遵守、違法または非倫理的な行動の報告の奨励に関する規定を有するべきである。
- ◆ 上場会社は、倫理規定をWEBサイト上で、またはそれを通じて利用可能なものとしなければならない、年次委任状説明書または年次報告書において、倫理規定がWEBサイト上で、またはそれを通じて入手可能であること、および当該WEBサイトのURLを開示しなければならない。

② puffery defense が認められた事案

ア. *City of Pontiac* 判決⁽⁵⁵⁾

【事案の概要】

U社は、米国内で証券取引を行う者等の属性を特定し、源泉徴収を行う、内国歳入庁との間の適格仲介人 (Qualified Intermediary) 契約に違反した。課税スキームに関してU社従業員が起訴された後、U社は、米国司法省およびSECにより同社の越境サービスについての調査を受けている旨を開示した。U社は、司法省および内国歳入庁と起訴猶予合意に達し、U社が米国税法に違反し、7億8000万ドルの罰金を支払い、歳入庁の詐欺防止プログラムに参加することになった。U社株主であった原告は、U社およびその役員らに対し、U社が高度

(54) NEW YORK STOCK EXCHANGE, *Listed Company Manual* § 303A.10.

(55) *City of Pontiac Policemen's & Firemen's Retirement System. v. UBS AG*, 752 F.3d 173 (2d Cir. 2014).

な倫理規定を有しており、米国の税法および証券法を遵守しているという旨の声明につき虚偽記載があり、1934年証券取引所法10条b項および20条a項に違反すると主張するクラスアクションを提起した。ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所は、被告の訴え却下の申立てを認めた。原告控訴。第2巡回区控訴裁判所は、倫理規定や法令遵守に関する開示につき、下記の通り判示し、*puffery defense*を認め、法律問題として重要ではないとした。

【判旨】

「原告は、U社が税制詐欺に関与したことによって、U社の目論見書 (*offering materials*) における、コンプライアンス、評判、および高潔さに関する声明は重要で誤導的なものへと変わったと主張する。評判、高潔さ、および倫理規定の遵守に関する一般的な声明は訴えることのできない *puffery* であること、すなわち、合理的な投資家がそれらに依拠するには一般的すぎるということは十分に確立されている。声明が “aims to”, “wants to”, “should” といった字句を用いて、明らかに願望を述べているような場合には、特に当てはまる。U社は声明作成時にそれが虚偽であることを認識しており、また検証可能な虚偽であったという原告の主張は、声明の一般性を治癒するものではなく、潜在的な投資を評価する根拠を形成するのに必要な程度の重要性まで引き上げることを妨げるものである。」⁽⁵⁶⁾ (強調筆者)

イ. SAIC判決⁽⁵⁷⁾

【事案の概要】

S社 (SAIC) は、主として政府機関に対し、防衛、情報、国土安全保障 (*homeland security*)、ロジスティクス等の役務を提供する会社である。2000年、S社は、ニューヨーク市との間で、自動時間管理プログラムを開発・導入する契約を締結した。2002年、S社は同プログラムの副プロジェクト・マネージャーを雇用したが、同氏はキックバック・スキームを考案し、S社を通じてニュー

(56) *City of Pontiac*, 752 F.3d at 183.

(57) *Indiana Public Retirement System v. SAIC, Inc.*, 818 F.3d 85 (2d Cir. 2016).

ニューヨーク市に費用等の過大請求を行った。2010年にキックバック・スキームの疑いが生じたことから、S社は副プロジェクト・マネージャーを休職させ、同社の監査チームは不正の可能性について調査を行い、2011年3月9日、副プロジェクト・マネージャーによる不正を示す調査結果を同社に報告した。しかし、同月25日に提出されたS社のForm10-Kや年次報告書では、上記プロジェクトに関連する潜在的な責任を開示しておらず、倫理的なパフォーマンスと誠実さに関する高度な基準に対するコミットメントを謳っていた。同年5月には、副プロジェクト・マネージャー等の訴追がなされ、S社は同氏を解任するとともに、ニューヨーク市に対し過大請求分の返還を行った。6月2日、S社は、Form8-Kにおいて、ニューヨーク南部地区検事事務所等の調査がなされている旨や過大請求分の返還がなされた旨を公表し、9月1日、ニューヨーク市との本件プログラムに関する契約終了を公表した。

S社の株主であった原告は、1934年証券取引所法10条b項、20条a項およびRule10b-5に基づき、S社およびその執行役員らに対し、年次報告書における、高度な倫理基準、誠実性、オペレーショナル・エクセレンス、顧客満足の企業文化に関する声明や個人の誠実性・事業慣行について最高水準の基準を支持する同社の評判についての声明等は虚偽記載であると主張する訴えを提起した。⁽⁵⁸⁾ ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所は被告の訴え却下の申立てを認めた。原告控訴。第2巡回区控訴裁判所は、倫理や誠実性に関する取組みに関する開示につき、下記の通り判示し、puffery defenseを認め、法律問題として重要ではないとした。

【判旨】

「原告は、これらの一般的な声明は類型的に訴えることができないものだが、被告はS社の倫理や誠実性に対するコミットメントについて肯定的な声明を損なう事実を認識していたため、本件では訴えることができると主張する。しか

(58) 原告は、2011年3月提出Form10-KにおけるMD&Aについても虚偽記載・不記載を主張しており、第2巡回区控訴裁判所は、これについては重要性を認めるとともに、サイエンターも認めている (SAIC, 818 F.3d at 94-97)。

し、これらの声明は作成時点で認識しており、検証可能な虚偽であったという原告の主張は、声明の一般性を治癒するものではなく、潜在的な投資を評価する根拠を形成するのに必要な程度の重要性まで引き上げることを妨げるものである。……このことは企業の誠実性または倫理慣行に関する評判についての声明が決して証券違反となり得ないということを意味するわけではない。状況によっては puffery 以上に相当する声明もあるかもしれないし、証券法違反となるかもしれない。例えば、財務状況の中核として誠実性または倫理慣行を強調したり、明確に他の特定の同業他社と区別するような具体的な声明の場合である。」⁽⁵⁹⁾ (強調筆者)

ウ. *Hewlett-Packard* 判決⁽⁶⁰⁾

【事案の概要】

HP 社 (Hewlett-Packard) CEO である H は、HP 社との間で独立請負契約を締結していた F に対し、セクハラを行ったり、実行途中の M&A についての秘密情報を漏らしたりした。F は、その代理人を通じて HP 社に対し、契約の停止および H の行為を伝えた。F の告発を受けて行われた HP 社取締役会の調査で、セクハラやインサイダー取引までは認定できなかったものの、H は支出報告書で虚偽の報告を行い、F との関係について虚偽の回答を行ったことが認められた。調査終了後、H は速やかに HP 社を辞任した。HP 社は、そのプレスリリースにおいて、セクハラの主張がなされたこと、調査で非倫理的な行動が検出されたことを確認した上で、H による HP 社倫理規定違反を認めた。HP 社のプレスリリース後、株価は急落し、時価総額で 1000 億ドル失われたと主張される。

HP 社は倫理規定を有しており、H は、2008 年版のまえがきにおいて、「我々は、倫理的なリーダーシップとして知られた会社でありたい。行動は言葉よりも伝えるものであることを知っている。我々が誇りに思うことができ、正しいことをするにあたり我々のコミットメントを反映した決断を、そうした方法で

(59) *SAIC*, 818 F.3d at 97–98.

(60) *Retail Wholesale & Dep't Store Union Loc. 338 Ret. Fund v. Hewlett-Packard Co.*, 845 F.3d 1268 (9th Cir. 2017).

しなければならない。……個人として、会社として、我々が行う全てにおいて、我々の価値を生き、当社の倫理規定において高度な倫理基準に一致した事業を行うことによって信頼を構築する」と述べていた。また、HP社の倫理規定には、「我々は正確な事業記録を維持し」、「根本にある取引や事象の真実を正確に反映する事業記録を残す」とであるといった文言や、誠実性、不正行為の報告、他者に敬意をもって接すること、違法な差別の抑制、ハラスメントを許容することの拒否、資産の保全、利益相反の防止、適切な贈与、インサイダー取引の防止、秘匿情報の保護等の規定があった。

HP社株主であった原告は、HP社およびHに対し、倫理規定は虚偽かつ誤解を招くものであり、1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に違反したと主張する訴えを提起した。カリフォルニア北部地区連邦地方裁判所は被告の訴え却下の申立てを認めた。原告控訴。第9巡回区控訴裁判所は、倫理規定につき、下記の通り判示し、puffery defenseを認め、法律問題として重要ではないとした。

【判旨】

「誤解を招くものであるためには、声明は客観的に検証可能なものでなければならない。例えば、故意に虚偽の事実を述べるのではなく、意見を述べる puffing は誤解を招くものではない。……ここでは、まず虚偽性を分析し、倫理規定および倫理規定に関する記述に事実誤認が含まれているかどうかを判断し、次に、虚偽表示があった場合、その重要性、すなわち株主の意思決定に対する重要性を判断することによって、この問題（筆者注：倫理規定が1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5の請求権を生じさせるか否か）にアプローチする。……ある裁判所が適切に指摘するように、倫理規定は本質的に願望的なものである。倫理規定は、いかなる行動が望ましいものかについての意見を示すものであり、全てのスタッフ、取締役および執行役員が常にそういった抱負を固守するというものではない。倫理的な判断を行うとか、Hのまえがきのような声明によって、遵守を評価することができるという反対解釈は、それによって全ての会社の不正行為が証券詐欺となりかねないため、成り立たな

⁽⁶¹⁾い。」(強調筆者)

③ puffery defense が認められなかった事案

ア. Petrobras 判決⁽⁶²⁾

【事案の概要】

P 社 (Petrobras) はブラジル法の下で設立された株式会社であり、ブラジル国有企業の製油会社である。P 社は、精製施設の拡張を計画していたが、ブラジル国内で大規模な事業を行うことのできる企業は限られていた。そうした企業は、一部の P 社役員らの助けを得て、カルテルを形成した。一部の P 社役員らは、カルテルメンバーに推定価格を伝え、カルテルメンバーは、メンバー間でどの会社が受注するか等合意した。P 社の各部門は与党を形成する政党に割り当てられていた。ブラジル政府は P 社の支配株主であったため、各政党は支配下にある部門の取締役を選任する権限を有するとともに、社長を含む P 社取締役全員を指名する権限を有していた。政党が自分のキャリアを後援する見返りとして、個々の幹部は自分の支配下にある工事や契約から会社の資金を流用することで、政党にキックバックを提供することが期待されていた。P 社従業員は汚職に関与していない P 社役員に伝えられるなどしていたが、当該内部通報社員は解雇された。汚職スキームによって、複数の精製施設に対し過大な支払いが生じ、最終的にブラジル連邦警察により行われたマネーロンダリングの調査を通じて明らかになった。

P 社は、同社の業務が完全な透明性を保ち、適用される法令を遵守して行われているとの声明を公表したり、倫理規定や汚職防止プログラムを売り込んだりしていた。また、P 社は実効的な内部統制と手続を維持していると繰り返し表明していた。具体的には、最高度の倫理基準を確保することを目的として委員会を設置した旨、コーポレート・ガバナンスに関する最善慣行を採択した旨、

(61) *Hewlett-Packard*, 845 F.3d 1275-1276.

(62) *In re Petrobras Securities Litigation*, 116 F.Supp.3d 368 (S.D.N.Y 2015).

透明性および誠実性をもって業務を遂行し、いかなる汚職および贈収賄行為も拒否し、いかなる違反行為も管理するための正式な手順とその結果を維持することを約束したこと、完全に公正かつ透明な事業を実施しており、効率性と規律をもって経営資源のすべてを投入する旨、同社の事業経営計画は、現実主義、正確な目標、および資本規律をもった厳格なプロジェクト管理に支えられている旨、開示していた。

P社の米国預託証券を保有していた原告は、P社、その完全子会社2社、それらの取締役・執行役員等に対し、P社は長年にわたって巨額の贈収賄およびキックバック・スキームを行っていたにもかかわらず、経営の誠実性(integrity)、および財務コントロールの実効性につき虚偽および誤解を招く記載を行っており、1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に違反したと主張する訴えを提起した。ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所は、倫理規定につき、下記の通り判示し、puffery defenseを認めず、法律問題として重要ではないと判断できないとした。

【判旨】

「puffery に関して、一般的な会社の楽観についての声明は証券法違反を生じさせるものではない。被告は、主張されたP社の声明の多くは単なる puffery であると主張する。……声明が単なる puffery か否かは、それがなされた文脈(context)によるところがある。主張された声明の中には個別にみれば単なる puffery かもしれないものもあるが、会社の誠実さについて投資家を安心させるために繰り返しなされた声明であれば、合理的な投資家はそれを会社の真の状況を反映するものとして信頼する可能性がある。したがって、P社の一般的な誠実性および倫理的健全性に関して主張された声明の全てを、法律問題として重要でない⁽⁶³⁾と判断することはできない。」(強調筆者)

(63) *Petrobras*, 116 F.Supp.3d at 381.

イ. *Signet Jewelers*⁽⁶⁴⁾ 判決

【事案の概要】

2008年3月、S社（Signet）の完全子会社であるJ社（Sterling Jewelers）の従業員は、不適切な昇進・給与慣行を通じた性差別を受けていると主張する、暫定的なクラスアクションを連邦地方裁判所に提起したが、S社の雇用契約における仲裁条項に則り、機密仲裁に付された（別訴）。S社は速やかに Form 6-K を SEC に提出し別訴を開示した。その後、雇用機会均等委員会（United States Equal Employment Opportunities Commission）も別訴と同様の理由でS社に対し訴訟を提起し、S社は改めて Form 6-K を提出した。2011年以來、S社は、別訴において店舗レベルにおける雇用慣行が給与および昇進に関して差別的なものであると主張されていると開示し続けていた。別訴の原告はクラス認証を求め、約 200 名の従業員が 250 の請求を含む問題の要点説明を行っていた。別訴の原告側代理人は、Web サイトにおいて、S 社が承認した改訂を加えたクラス認証における訴状を開示していた。2013年11月、S社は、四半期報告書において、原告のクラス認証申立てに対する抗弁を提出したと開示していたが、主張の詳細は述べられていなかった。2017年2月、S社の承認した改訂が加えられた declaration が開示された。そこでは、店舗レベルの従業員ではなく、上級役員を含む S 社全体でセクハラが横行していることが示されており、女性従業員は昇進と引換えに性的行為を行うよう誘いを受けていたと主張されていた。同月27日付で、ワシントン・ポストがその内容を詳細に扱う記事を掲載した。翌日、S社の株価は午前の終値で8.3%下落した。S社は”media reports”に分類されるプレスリリースを公表し、「歪曲され不正確な描写であり、8万4千人を超える従業員のうちごく一部の声を増幅するものである」と主張した。結局当日終値で株価は13%下落した。

S社の取締役会で毎年承認され、同社の Web サイトで公表されている倫理規

(64) *In re Signet Jewelers Ltd. Securities Litigation*, 389 F.Supp.3d 221 (S.D.N.Y. 2019).

定では、S社は実力に基づき雇用に関する判断を行っている旨、S社は、性的、人種的、その他違法なハラスメントのない職場に尽力し、言動、身体的、視覚的か否かにかかわらず、虐待、ハラスメント、その他攻撃的な行為を認めない旨、S社は本規定に違反した者を処分する旨、誠実で倫理的な行動に従事し、推進することを上級役員に求める旨が述べられていた。また、2009年4月にSECに提出されたForm20-Fでは、倫理規定・行為規定の採択にあたり、当社は、高い倫理基準にしたがい、適用される全ての法律を完全に遵守し、法律で義務付けられていない場合においても、誠実さと正直さ(honesty)をもって業務を遂行することが極めて重要であることを認識しているとしていた。

S社株主であった原告は、S社の企業文化および性差別防止の取り組みについての声明は虚偽または誤解を招くものであり、1934年証券取引所法10条b項、20条a項、およびRule10b-5に違反したと主張する訴えを提起した。ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所は、倫理規定につき、下記の通り判示し、puffery defenseを認めなかった。

【判旨】

「pufferyの典型例として、明らかに願望的な声明、評判、誠実性、倫理規定の遵守についての一般的な声明、事業慣行に関する単なる一般論、および楽観的な一般論があげられる。重要性に関する一般的な基準と同様に、ある声明がpufferyを構成するか否かを判断するにあたっては、声明の具体性、および声明が一般投資家に対し何らかの意味をもって当該会社を区別するために明らかに意図されたものであるか否かなど、文脈(context)をみる必要がある。⁽⁶⁵⁾」

⁽⁶⁶⁾
Cigna判決により倫理規定は証券詐欺訴訟の対象ではなくなったという被告の主張に対し、「Cigna判決は重要性に関して確立された法を変更するものではない。……重要なこととして、Cigna判決は倫理規定に含まれる全ての声明がpufferyであるとは判示していない。そうではなく、Cigna判決は重要性の判

(65) *Signet Jewelers*, 389 F.Supp.3d at 229.

(66) *Singh v. Cigna Corp.*, 918 F.3d 57 (2d. Cir. 2019). 本章1 (2) ③〔69頁〕参照。

断において文脈が重要であることを明確に述べている。被告の解釈はその逆を求めるものである。⁽⁶⁷⁾」

「S社はセクハラ（部下の女性従業員の昇進をその男性上司〔会社で最も高い地位にある者でさえ〕の性的要求に応じることを条件としたこと、またこうした不正行為を報告した者に対する報復を含むが、これらに限られない）の横行に見舞われているという別訴での信頼できる告発に直面し、被告らは、投資家に対し、S社は実際には有害な職場を有していないことを安心させようとした。被告らは、SECへの定期的な提出書類において、別訴における主張を明確に否定すると表明することで、そうしていた。被告らは、S社の証券書類に組み込まれた会社の方針を指摘することで、そうしていた。会社の方針とは、能力のみに基づき雇用に関する判断を行い、階級に応じて不正行為を処分し、報復をおそれることなくセクハラを報告する手段を従業員に提供するという会社の取組みを確認するものであった。S社の上級執行役員が最も高い基準を課していることを強調することによってもそうした。主張されるように、合理的な投資家（さもないと、セクハラ横行に関する重大な主張がいかにS社への投資に対し影響を与えるか懸念するであろう）は被告の言葉を鵜呑みにした。主張されるように、こうした言葉は虚偽である。」⁽⁶⁸⁾（強調筆者）

④ 解説

いずれの事件も、発行会社は高度な倫理規定を有していることを謳いながらも、何らかの不祥事（税法違反〔*City of Pontiac*事件〕、公共団体との事業におけるキックバック〔*SAIC*事件〕、上級役員等によるセクハラ〔*Hewlett-Packard*事件・*Signet Jewelers*事件〕、カルテル〔*Petrobras*事件〕）が生じたところ、投資家が倫理規定における開示を虚偽記載等であるとして、証券詐欺を主張したものである。puffery defenseの認否について一般的な傾向を指摘するのは難しい

(67) *Signet Jewelers*, 389 F.Supp.3d at 230.

(68) *Signet Jewelers*, 389 F.Supp.3d at 231.

が、企業不祥事後に提起される証券詐欺訴訟を網羅的に分析する Mark は、原告が主張する行為に直接抵触する極めて具体的で肯定的な（企業の倫理目標を記述した広範な宣言とは対照的に）事実の既述がなされている場合、対象となる声明が規制遵守である場合、または規定が基準やガイドラインではなく従業員の行動に関する義務的な規則を定めている場合には、裁判所は puffery defense⁽⁶⁹⁾を認めない傾向にあると分析する。

（2）取引や事業の状況に関する開示

① Sinclair 判決⁽⁷⁰⁾

【事案の概要】

大手通信複合企業である S 社（Sinclair）は、メディア企業である T 社（Tribune）との間で、合併に係る基本合意に達し、公表した。S 社は、基本合意において、合併に係る規制上の承認を得るために必要なテレビ局の所有権の売却に合意していた。S 社は、テレビ局の所有権を同社の設立者の家族との関係が深い C 社（Cunningham Broadcast）と W 社（WGN-TV）に売却する計画（当初計画）を公表したが、規制当局は当初計画に反対し、パブリックコメントに付さなかった。S 社は、再検討後、いくつかの事項を改めた新たな計画（改定計画）を公表し、規制当局である FCC（Federal Communication Commission）も反対せず、パブリックコメントに付されたが、売却の相手方（C 社・W 社）に変更はなかった。S 社による C 社・W 社へのテレビ局の所有権の売却に対してはメディア等から批判がなされ、S 社は、C 社は同社と完全に独立して運営されている旨、および C 社を支配しておらず、いかなる支配的な持分を有していない旨示していた。また、Form 10-K において、S 社は C 社の議決権株式を無関係の者に売却したと述べていたが、実際には同社の設立者の家族との関係が深い M という者に対して売却されていた。規制当局長は、S 社・T 社の合併に申

(69) Mark (2022) at 547-548.

(70) *In re Sinclair Broadcast Group, Inc. Securities Litigation*, 473 F.Supp.3d 529 (D.Md. 2020).

告な問題がある旨を公表した後、T社は取引を取りやめ、S社に対し契約違反に基づき10億ドルの支払いを求める訴えを提起した。

S社株主であった原告は、S社のC社に関する声明は虚偽記載である等主張して、1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に基づき訴えを提起した。メリーランド地区連邦地方裁判所は、下記の通り、法律問題として重要ではないとした。

【判旨】

本件「声明は、FCC規則を遵守した売却提案に関する意見の声明であり、当裁判所は、原告が、S社が声明を作成したときにその真実性につき合理的な信念を欠くことにつき、立証責任を果たしていないと判断した。また、本件声明は訴えることのできない *puffery* である。……Mは無関係の者であるという声明は事実に関する声明だが、声明がなされた時点で合理的な投資家が利用可能な情報の総体を分析すると、当裁判所は重要な虚偽記載または誤解を招くものではないとした。」⁽⁷¹⁾

② *Alphabet* 判決⁽⁷²⁾

【事案の概要】

2011年、旧G社（Google Inc.）は、ソーシャル・ネットワーキング・サービスであるG社SNSを開始した。2015年に、旧G社は、持株会社であるA社（Alphabet, Inc.）の子会社G社（Google LLC）として再編され、旧G社のCEOであったP1がA社のCEOに、旧G社の上級執行役員であったP2がG社のCEOに就任した。P1とP2はA社取締役会に出席するとともに、取締役会に設置された執行役員委員会の構成員であった。P2はP1と定期的に連絡を取り、また直接説明する関係にあった。P1はG社の事業結果につき毎週報告を受け、G社

(71) *Sinclair*, 473 F.Supp.3d at 541.

(72) *In re Alphabet, Inc. Securities Litigation*, 1 F.4th 687 (9th Cir. 2021). 本節【事案の概要】は、*Alphabet*判決を邦語で検討した熊代（2024a）を加除修正して再掲するものである。

で重要な事業に関する決定に関与していた。

2018年3月頃、G社の内部調査で、2015年以降存在するソフトウェアの欠陥により外部者がG社SNS利用者の個人情報（メールアドレス、誕生日、性別、プロフィール写真、居住地、職業、および交際状況）を入手可能であったこと、また、他にもセキュリティの脆弱性があることが発覚した（以下、本件セキュリティ脆弱性と総称）。4月頃、G社の法務スタッフ等は本件セキュリティ脆弱性につき詳細に記すメモ（以下、本件メモ）を作成し、そこでは、これらのセキュリティに関する問題が発覚すれば、規制当局の関心の契機となる可能性があり、当時、個人情報流出問題（Cambridge Analytica 事件）で注目を集めていた他社の二の舞いになりかねないことへの危惧が記されていた。訴状によれば、4月上旬にはP2ほかG社上級執行役員は本件メモを読み、規制当局の監視や議会での証言を避けるため、本件セキュリティ脆弱性につき隠蔽する決定を行うとともに、個人ユーザー向けG社SNSを閉鎖する決定を行った。こうした決定は、10月8日、ニュース記事において明らかにされた。

ニュース記事により本件セキュリティの脆弱性およびその隠蔽に関する判断が明らかになる間、A社、P1、およびG社経営陣は、ユーザーのプライバシー、データセキュリティ、および法令遵守に関するG社・A社の取組みやユーザーデータの保護とGDPR（General Data Protection Regulation）対応に向けた両社の継続的な努力を述べていた。例えば、4月に開催されたA社の決算説明会において、P1は、G社は、1年半以上前にGDPR対応に着手し、非常に熱心に取り組んできた旨、およびG社は非常に頑健で強力なプライバシー保護プログラムを有していると述べた。また、同月の上院議員への所管において、G社経営陣は、G社は、ユーザーが信頼できる開発者とのみデータを共有すること、およびユーザーはデータがいかに利用されるか理解することを確保するよう長年努めており、ユーザーデータを保護し、開発者が必要のない情報へアクセスすることを禁止していると述べていた。別の場所では、G社経営陣は、A社がユーザーデータのプライバシー保護とセキュリティに関してはトップ企業の一つであると謳い、A社はユーザーが自分のデータを管理し、通知できるよう多大な

努力を行い、G社の事業の基盤はサービス利用者の信頼であると述べていた。

A社の株主であった原告は、A社、G社、P1、P2およびその他2名のG社上級執行役員（被告）に対し、上記声明等は重要な事項について虚偽記載または不記載であり、1934年証券取引所法10条b項、20条a項、およびRule10b-5に違反したと主張する訴えを提起した。カリフォルニア北部地区連邦地方裁判所は、被告の訴え却下の申立てを認容した。原告控訴。第9巡回区控訴裁判所は、下記の通り判示し、上記声明につき *puffery defense* を認め、法律問題として重要ではないとした。⁽⁷³⁾

【判旨】

「これらの声明は、実際に存在したものとは重要な点で異なる状態という誤解を招くような印象を積極的に与える、『現在と過去の具体的な記述』という程度には達していない。そうではなく、1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5の下で責任を基礎づけることのできない、曖昧で、一般化された企業のコミットメント、願望、または *puffery* に当たる。」⁽⁷⁴⁾

(3) 安全性に関する開示

安全性に関する開示に対しても、当該開示と相反する事象が生じた場合に、当該開示は虚偽記載・不記載であり、1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に違反すると主張する事例が見受けられる。ここでは、フンダオ・ダム（Fundão Dam）の決壊という同一の事故をめぐる、同様の開示がなされながら、同一の裁判所（ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所）で評価を異にし

(73) なお、原告は、A社の四半期報告書において、「A社の事業や財務成績は、2017年年次報告書記載の様々なリスクや不確実性の下にあり、事業、財務状況、キャッシュ・フロー、および株式資本に悪影響を及ぼす可能性がある。2017年年次報告書以降、A社のリスク要因に重要な変化はない」と記載されていた点についても虚偽記載・不記載を主張し、第2巡回区控訴裁判所は、重要性、虚偽記載・不記載、およびサイエンターの訴答を認めた（これについては熊代（2024a）参照）。

(74) *Alphabet*, 1 F.4th at 708.

た2つの判決、⁽⁷⁵⁾*Vale*判決および⁽⁷⁶⁾*BHP Billiton*判決を紹介する。

両判決に共通する事案の概要は次の通りである。2015年11月、ブラジル・ミナスジェライス州マリアナ市にある、鉄鉱石の尾鉱を貯蔵するフンダオ・ダムが決壊した。フンダオ・ダムの決壊により、泥状の廃棄物を含む洪水が下流の村に大量に流れ込み、19名が死亡、数百戸が倒壊した。フンダオ・ダムは、ブラジルの鉱山会社であるV社とオーストラリアの鉱山会社であるB社が均等割合で共同出資する鉱山会社S社により所有・運営されていた。V社・B社は米国預託証券を発行し、いずれもニューヨーク証券取引所で上場されていた。両訴訟の原告によれば、フンダオ・ダムには広範かつ深刻な問題があり、S社の取締役会・経営陣、B社の経営陣は、問題の一部やその潜在的な結果を認識していたにもかかわらず、実効的に対処しなかった。V社の開示に関する事件ではpuffery defenseが認められ、B社の開示に関する事件ではpuffery defenseが否定された。

① *Vale*判決

【事案の概要】

V社は、定期的なプレスリリース、公表書類・SEC提出書類、電話会議、において、健康、安全、環境に関する価値観と取り組みを繰り返し謳っていた。

サステナビリティ・レポートでは、健康と安全を重視し、事業を行うエリアに近い地域社会に正の遺産を築き、そして社会的・環境的な経営における最善慣行を採択するという同社の取組みを再確認するとともに、V社が大きな影響力を有する企業を含む「経営アプローチに関する情報開示」というカテゴリーの下で、S社を含む特定の企業に関する情報を開示していた。サステナビリティ・レポートは、SECに提出されたForm6-Kで参照されていた。

投資家向けのカンファレンスにおいて、V社CEOは、「環境の尊重、同僚の

(75) *In re Vale S.A. Securities Litigation*, 2017 WL 1102666 (S.D.N.Y. Mar. 23, 2017).

(76) *In re BHP Billiton Ltd. Securities Litigation*, 276 F. Supp. 3d 65 (S.D.N.Y. 2017).

安全と幸福に対する真の配慮、当社が事業展開する地域社会の尊重といった確固たる価値を有する企業を築こうとしていることを保証したい」と述べ、V社人事、健康・安全、サステナビリティ、およびエネルギー担当業務執行取締役は、当社が求めるのは危害ゼロにはかならない。当社は政府や市民社会と協力し、ヨリ良い規制枠組みを構築する手助けをする旨、V社の危害ゼロ文化の促進への取り組みは実を結び、真のケアの強化、安全トレーニングの向上、リスク管理の向上、および逸脱報告の促進をヨリ一層行い、継続的に改善したい旨、V社は当社の存在による影響を軽減するだけでなく、当社が現れる前にあったもの以上を残している旨を述べていた。

アナリストや投資家との電話会議では、V社のCEOらは、スライドにおいて、卓越した事業を提供する真のケアの文化、健康・安全管理システムの導入、および技術改善を通じたりリスク軽減への注力を強調し、安全性、サステナビリティ、および環境に重きを置くことを通じて、株主に価値を還元することを投資家に保証した。また、別のアナリストとの電話会議では、V社の執行役員らは、CEOをはじめとする全執行役員は当社の事業において最大限の健康・安全基準を達成することに全力を尽くしていることを、この場を借りて繰り返し伝えたい旨、今後数か月、数四半期、数年間のうちに、これまでとは異なるV社を見ることができ、一層健康と安全に注力していく旨述べていた。

倫理規定では、「V社の使命は、天然資源を反映と持続可能な成長に変えることであり、卓越性と人類および地球に対する情熱を通じて、長期的価値を創出する世界一位のグローバル天然資源企業を目指すことである。それゆえ、V社は、高度な倫理観と道徳観を反映した一連の価値観に導かれた事業活動を行っており、その目的は、短期的・長期的に、事業を展開する市場における信頼性を確保し、会社のイメージを維持することにある。会社の好感は、株主、経営陣、および従業員にとって財産である」と定められていた。

V社の米国預託証券の所有者であった原告は、V社およびその上級役員らに対し、上記声明が虚偽かつ誤導的であり、1934年証券取引所法10条b項およびRule10b-5に違反したと主張する訴えを提起した。ニューヨーク南部地区連邦

地方裁判所は、下記の判示し、V社の健康、安全、環境に関する価値観と取り組みに関する声明につき puffery defense を認め、法律問題として重要性を否定した。

【判旨】

「被告は、V社の健康、安全、環境に関する価値観と取り組みについての虚偽記載は訴えることのできない puffery であり、またその正確性を判断するための客観的な基準を欠いているため訴えることができないと主張する。原告はこうした主張に反対し、健康、安全、および環境リスク管理が必要不可欠な業界である鉱業に投資する合理的な投資家であれば、被告の実際の運用を知れば、間違いなくうろたえる (disconcerting) と主張する。また、原告は、楽観的で願望的な声明は、既存の事実の虚偽記載に基礎づけられ、問題となっている声明が現在の事実に基づき、虚偽であることにつき判断できる場合には、訴えることができる」と主張する。

評判、高潔さ、および倫理規定への遵守に関する一般的な声明は訴えることのできない puffery であること、すなわち、合理的な投資家がそれらに依拠するには一般的すぎるとすることは十分に確立されている。これは、声明に“aims to”, “wants to”, “should”といった語句が付されているような明らかに願望的な場合場合に特に当てはまる。

本カテゴリー（筆者注：健康、安全、環境に関する価値観と取り組みに関する声明）の虚偽記載の審査にあたり、当裁判所は、ほとんどためらうことなく、争われている声明は、合理的な投資家が依拠するにはあまりに一般的であり、第2巡回区控訴裁判所が一貫して訴えることのできないものとして判示してきた puffery の類型である、願望的な一般論であると結論づける。また、争われている声明には puffery の性質を強めるような語句が付されている。それは、V社が何を『求め』（“seeking”）、何を『約束』（“committed”）し、何に『集中』（“focused on”）し、何を『目標』（“aiming”）とし、何を『優先する』（“priorities”）かということである。

……原告は、被告は事業において最大限健康と安全の達成を行っていると主

張しながら、被告の健康、安全環境に関する慣行はそうした基準に全く近づいておらず、被告は繰り返しダムの構造的問題や、ダムの安定に関する専門家の勧告を無視し、コストの問題のために十分安全対策を行わなかったと主張する。原告は、この声明は、既存の事実の虚偽記載に基礎づけられるため訴え可能であると主張する。原告は主張を補強するために *Novak* 判決⁽⁷⁷⁾を引用する。*Novak* 判決において裁判所は、被告は真実と反することを認識しながら声明を作成したために、特定の声明は訴え可能であると判示した。同事件では、被告は、会社の在庫は『管理下にあり』、『良好な状態にある』と開示しながら、実際には被告は数百万ドル相当の在庫を適切に会計処理していなかった。

原告は、本事件の声明を *Novak* 事件の声明と結びつけようとする。*Novak* 事件では、被告は作成時点で虚偽であることを知っていたと主張されている具体的な声明を作成している。他方で、本事件で原告が主張する声明は、訴えることのできない *puffery* を構成すると思われる行為についての一般的で広範な声明である。この声明に基づく請求は棄却される。⁽⁷⁸⁾」

② *BHP Billiton* 判決

【事案の概要】

B社は、健康・安全に関する取組みとして、「当社は、常に、従業員および当社が事業を展開する地域社会の健康と安全に重きを置いている。今年、負傷者数は過去最小を記録し、操業中の資産で死亡事故は発生しなかった。これは心強い結果であるが、従業員の健康と安全を守るための努力は今後も絶え間なく続けていく」旨、「当社は、従業員と地域社会を保護するために、重大な安全衛生リスクを絶え間なく特定し、管理する」旨、「当社は、従業員の安全を確保し、我々が働く環境と地域社会を尊重することを、最優先の取組みとする。こうした取組みは、我々の全ての行動に反映され、我々の業務のあらゆる側面に

(77) *Novak v. Kasaks*, 216 F.3d 300, 304, 315 (2d Cir. 2000).

(78) *Vale*, 2017 WL 1102666 at *23.

影響を及ぼす」旨を示していた。

B 社米国預託証券の保有者であった原告は、B 社およびその取締役・執行役員に対し、B 社が行った、健康・安全に関する取組みに関する声明等は虚偽記載または不記載であり、1934 年証券取引法 10 条 b 項、20 条 a 項、および Rule10b-5 に違反すると主張する訴えを提起した。ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所は、下記の通り判示し、健康・安全に関する取組みに関する声明につき puffery defense を否定し、法律問題として重要ではないとは言えないとした。

【判旨】

「被告はこれらの種類の声明は訴えるには一般的すぎると主張する。評判、高潔さ、倫理規定の遵守に関する一般的な声明は、訴えることのできない puffery、つまり合理的な投資家が依拠するには一般的すぎるということは十分に確立されている。

同時に、重要性は事実に特化した調査であるという原則に基づき、裁判所は、ある表現が単なる puffery か否かはそれがなされた文脈にもよることを認めている。ある種の声明は、それ単独でみれば単なる puffery かもしれないが、当該声明が、会社や投資家にとって特に重要な事項につき、投資家を安心させるために繰り返し行われる場合には、重要なものとなる可能性がある。さらに、1934 年証券取引所法 10 条 b 項および Rule10b-5 は、いかなる全ての重要情報を開示する積極的な義務を課すものではないが、ひとたび会社がある事項やトピックにつき発言すれば、真実を全て語る義務がある。

こうした原則を適用し、被告の主張された安全性に関する虚偽記載を全体として考慮すれば、当裁判所は、原告は、これらの声明が重要な事実につき虚偽記載、または誤解を招くものであり、被告は誤解を招かないようにするために必要な重要な事実について記載していないことを十分に主張したと結論づける。この結論に達するにあたり、まず、当裁判所が重要性につき十分に主張されたものとして特定した声明（筆者注：【事案の概要】で列挙した声明）は、単なる一般論ではなく、何らかの具体的な事実や結果について、極めて具体的な表明

または保証を含むことに注目する。また、投資家に対する情報開示において、被告が広範、頻繁、かつ顕著に論じていることから示されているように、安全性はB社および投資家にとって明らかに重大な関心事項である。B社は、『安全性、健康、環境、および地域社会への影響・事件・事故は、当社の従業員、事業、および評判または創業許可に悪影響を及ぼすおそれがある』旨、『環境事故は当社の事業に重大な悪影響を及ぼすおそれがある』旨を開示しており、安全性の程度とその運用が重要な事実であることを認識している。

さらに、B社が安全への取組みについて何度もこうした表明を行ったことは無視できない。実際、被告自身の計数によれば、訴答ではクラス期間中（筆者注：2014年9月25日～2015年11月30日の約1年間）、25件の虚偽記載がなされたと主張されている。B社は安全へのコミットメントをここまで謳うことで、本テーマを争点としたのであり、法律問題としてこうした声明は重要でないと判断することはできない。⁽⁷⁹⁾」

3. 小括

本章では、証券詐欺訴訟における puffery defense のリーディング・ケースを確認した上で、現在・過去の事実に関する虚偽記載・不記載における puffery defense の適用状況を確認した。リーディング・ケースの確認を通じて、将来志向情報の虚偽記載・不記載が争われた事案で形成・蓄積された puffery defense に関する説示が、情報情報や情報や現在・過去の事実の虚偽記載・不記載が争われた事案でも用いられるようになったという展開を見て取ることができる。Ford判決では「将来志向のもの、または客観的に検証できない楽観主義的な一般的な声明」は puffery とされており、こうした定義には証券詐欺訴訟における puffery defense の展開の過程が表れている。近時のESG情報の虚偽記載・不記載が争われる事案でよく用いられる定義では、「puffery とは合理的な投資家

(79) *BHP Billiton*, 276 F. Supp. 3d at 78–80.

(80) *Ford*, 381 F.3d at 570–571. 本章1 (2) ①〔65頁〕参照。

が当該情報に依拠するには一般的すぎる情報⁽⁸¹⁾」とされ、典型例として、客観的に検証できない情報や「評判、誠実さ、倫理規定の遵守に関する一般的な説明」や「明らかに願望的な声明」が挙げられている⁽⁸²⁾。将来志向という言葉は使われていないが、一般的・楽観的（願望的）な声明を puffery として把握しようとする点は、リーディング・ケースとされる *Ford* 判決における「楽観主義的な一般的な声明」を一層敷衍したものと言えよう。

しかしながら、なぜ合理的な投資家であれば投資判断にあたりこうした声明に依拠しないのか、また実際に依拠しないのかについては、裁判例ではほとんど（管見の限り、全く）説明されていない。実際、後述する学説の実験では、puffery とされた声明であっても、投資家は投資判断にあたり影響を受けたことが示されており、過度に広範に puffery defense を認めている可能性は否定できない⁽⁸³⁾。後述するように、学説では puffery defense に対する批判が有力であり⁽⁸⁴⁾、また裁判所の認識とは異なる実験結果があるにもかかわらず、裁判所が広く puffery defense を認める背景には、証券詐欺としてカバーする事件類型の拡大への懸念があるかもしれない。例えば、*ECA, Local 134* 事件では、誠実性に関して高水準の基準を維持し、信用リスク管理を行っているという銀行の声明が問題となったが、第2巡回区控訴裁判所は、こうした声明が「重要な虚偽記載に当たるとすれば、投資機関が日常的に行っている多くの声明が証券法の適用範囲に含まれることになる。このように証券法の範囲を拡大することには反対である⁽⁸⁵⁾」と判示している。同様の説示は他の裁判例（例えば、*Hewlett-Packard* 判決⁽⁸⁶⁾）でもなされており、証券法の下で開示を義務づけ、正確性の確保を図るべき情報とそうでない情報を、裁判官が峻別しようとする姿勢が見て取れる。

(81) *Cigna*, 918 F.3d at 63–64. 本章1 (2) ③ [69頁] 参照。

(82) *Ford*, 381 F.3d at 570–571, *Cigna*, 918 F.3d at 63–64, *City of Pontiac*, 752 F.3d at 183, *Signet Jewelers*, 389 F.Supp.3d at 229, *Vale S.A.*, 2017 WL 1102666 at *23.

(83) See, Padfield (2010), Osovsky (2016). V.3 (2)、4 (2) [104頁] 参照。

(84) 本稿V [96頁] 参照。

(85) *ECA, Local 134*, 553 F.3d at 206. 本章1 (2) ② [67頁] 参照。

(86) *Hewlett-Packard*, 845 F.3d 1275–1276. 本章2 (1) ②ウ [77頁] 参照。

ある声明が *puffery* に当たるか否かを判断するにあたり、裁判所は声明それ自体の内容（例えば、「評判、高潔さ、および倫理規定の遵守に関する一般的な声明」は *puffery* であるとする）やそこで用いられている文言（例えば、「声明が”aims to”, “wants to”, “should”といった字句を用いて、明らかに願望を述べているような場合」⁽⁸⁷⁾）には、*puffery* に当たるとする⁽⁸⁷⁾に重きを置く傾向があり、それ以外の事情はほとんど考慮されていない。もっとも、*puffery defense* を否定した裁判例の中には、声明の内容や文言以外を考慮することの必要性を述べるものがあり、*Petrobras* 判決では、「声明が単なる *puffery* か否かは、それがなされた文脈（context）によるところがある。主張された声明の中には個別にみれば単なる *puffery* かもしれないものもあるが、会社の誠実さについて投資家を安心させるために繰り返しなされた声明であれば、合理的な投資家はそれ⁽⁸⁸⁾を会社の真の状況を反映するものとして信頼する可能性がある」と判示され、*Signet Jewelers* 判決では、声明の具体性のみならず、「声明が一般投資家に対し何らかの意味をもって当該会社を区別するために明らかに意図されたものであるか否かなど、背景をみる必要がある」と判示されており⁽⁸⁹⁾、声明が発された背景や周辺事情を考慮する必要性が示されている。また、声明の内容や文言への着目から離れるものではないが、*SAIC* 判決では、結論として同事件で争われた倫理規定は *puffery* であるとしつつも、「財務状況の中核として誠実性または倫理慣行を強調したり、明確に他の特定の同業他社と区別したりするような具体的な声明の場合」⁽⁹⁰⁾には、*puffery* に当たらない可能性があることを示唆している。こうした一部の例外的な裁判例もあるものの、基本的には *puffery* に当たるか否かは、声明の内容や用いられている文言によるカテゴリーカルな判断がなされていると言えよう。

現在・過去の事実に関する裁判例から、何が *puffery* に当たり、当たらないの

(87) 前掲注82参照。

(88) *Petrobras*, 116 F.Supp.3d at 381. 本章2 (1) ③ア [79頁] 参照。

(89) *Signet Jewelers*, 389 F.Supp.3d at 230. 本章2 (1) ③イ [81頁] 参照。

(90) *SAIC*, 818 F.3d at 97-98. 本章2 (1) ②イ [75頁] 参照。

かについての一般的な傾向を抽出するのは難しい。安全性に関する開示で紹介したフンダオ・ダムの決壊をめぐる2事件（*Vale*判決・*BHP Billiton*判決）はそれを顕著に表す好例である。両事件では、各社において健康や安全に関する開示がなされていたが、前者ではpufferyに当たるとされ（つまり、重要性が否定され）、後者ではpuffery 該当性を否定した。⁽⁹¹⁾ 筆者の見る限り、むしろ前者の事件の方が詳細な開示がなされているように思われ、puffery defense の運用状況（当てはめ方）は裁判官によりまちまちであると言える。

V. puffery defense に関する議論状況

本章では証券詐欺訴訟における puffery defense に関する議論状況を論者ごとに整理する。

1. O'Hare の見解

O'Hare は、証券詐欺訴訟における puffery defense の運用状況に対し否定的な立場を採る。O'Hare は、(1) puffery defense の正当化根拠である *caveat emptor* は証券取引では妥当しない、また puffery defense は、(2) 証券法の理念や (3) 裁判例における重要性の判断枠組みに反するため、裁判所は証券詐欺訴訟における訴え却下の根拠として puffery defense を用いるべきではない、(4) 楽観的で曖昧な表現の重要性を判断するにあたっては、表現の曖昧さ、表現が将来志向情報が現在の事実に関するものか、合理的な投資家が当該表現を投資判断にあたり重要だと考える他の要素の有無を検討すべきであると主張する。⁽⁹²⁾

(1) につき、*caveat emptor* には、買主が目的物を検査できる地位にあるという前提があるが、有価証券の取引にはそうした前提は妥当せず、⁽⁹³⁾ 通常の売買と異なり、買主である投資家は会社の開示情報を信頼するほかない立場にあ

(91) 本章2 (3) [87頁] 参照。

(92) O'Hare (1998) at 1715, 1723, 1737.

(93) O'Hare (1998) at 1715-1718.

り、そうした立場にあるからこそ証券詐欺を防止する規定が設けられているとする。⁽⁹⁴⁾ また、*caveat emptor* の下では売買当事者は対等な立場にあるという前提もあるが、情報の非対称性は残ることから、証券法の下での情報開示の義務付けによってもなお売主に相当する会社と買主に相当する投資家が対等な立場にあるわけではないとする。⁽⁹⁵⁾

(2) につき、*puffery defense* は買主に注意を促す原則を基礎とし、買主が売主の楽観的な表現を信頼すべきではないとの前提に立っているが、これに対し、証券法の下では完全かつ公平な情報開示の原則が重視され、投資家が会社の開示情報を信頼するよう環境作りがなされていることは、証券法の立法過程からも明らかであるとする。⁽⁹⁶⁾

(3) につき、*TSC Industries* 判決等からすれば、重要性は声明それ自体を調査するだけでは足りず、声明を取り巻く環境の調査も要せられるはずだが、*puffery defense* を認めたほとんどの事案において、裁判所は、会社の声明で用いられた言葉にのみ着目し、それ以外の要素には注意を払っていないこと、声明だけみれば、曖昧であったり、楽観的であったりするかもしれないが、合理的な投資家が重要だと考え得る環境（具体的には、誰がどこで〔SEC 提出書類か否か〕当該声明を開示したのか）があること、⁽⁹⁷⁾ 多くの裁判所は会社の作成した声明の類型（現在・過去の事実を記述するものか、将来志向情報か）を区別していないことを指摘する。とりわけ、現在・過去の事実を記述する声明については、たとえ表現が曖昧なものであっても、合理的な投資家は、それが何らかの歴史的情報に基づいたものである以上、重要だと考える可能性があり、そもそも現在・過去の事実、会社が継続的な取引や過去の財務成績に関する事実を調査・分析し、一般的な表現に落とし込んだものである以上、必然的に曖

(94) O'Hare (1998) at 1720-1722.

(95) O'Hare (1998) at 1715-1718.

(96) O'Hare (1998) at 1722-1726.

(97) 本稿Ⅱ〔56頁〕参照。

(98) O'Hare (1998) at 1726-1731.

味なものとなると主張する。⁽⁹⁹⁾

(4) につき、裁判所は、声明と声明が示された状況 (context) の双方を調査し、重要性を分析すべきであること、また、声明の曖昧さ、声明が現在・過去の事実に関する情報かそれとも将来志向情報か、合理的な投資家が投資判断にあたり重要だと考える可能性のある他の要素 (作成主体や開示場所) を考慮すべきであることを主張する。⁽¹⁰⁰⁾

2. Bainbridge & Gulati の見解

Bainbridge & Gulati は、証券詐欺訴訟において連邦裁判所が用いる puffery defense をはじめとした経験則 (rule of thumb) について、それらを批判するというよりも、そうした経験則が用いられる理由について仮説を提示する。両者は、そうした経験則をヒューリスティックとして位置づけ、裁判官がヒューリスティックを用いる理由を、(1) 裁判官の認知およびリソースの限界、(2) エージェントとしての裁判官のインセンティブ、および (3) プリンシパルとしての裁判官およびエージェントとしてのロークラークのインセンティブの観点から説明を試みる。その上で、(4) puffery defense を裁判官がヒューリスティックを求めた結果として位置づける。

(1) につき、裁判官を限定合理的な判断主体として捉え、複雑かつ不確実な状況下では意思決定が制約される以上、こうした局面では労力を最小化することを試みる者として位置づける。裁判官もまた他の人と同様に効用を最大化する主体だが、ここでの効用は経済的なものではなく、名声等 (とりわけ、他の裁判官からの評価) である。また、組織としての裁判所にはリソース不足かつ専門性に限界がありながら、裁判所が直面する問題は、技術革新等により複雑となり、新たな規制も次々になされるという状況にある (典型的には証券を含む金融市場がこれに当たる)。こうした前提の下で、裁判官が最小限の労力で証

(99) O'Hare (1998) at 1731-1736.

(100) O'Hare (1998) at 1736-1740.

券訴訟を判断する方法の一つがヒューリスティックであるとする。⁽¹⁰¹⁾

(2) につき、社会をプリンシパル、裁判官をエージェントとして捉えるならば、エージェントである裁判官は職務を怠慢する (shirking) 可能性がある。それを妨げるのは外的動機づけだが、裁判官の報酬は固定給で、昇進には限界があり、よほどのことがない限り退任の見込みもない。経済学者が無視するインセンティブとして、一般公衆、法律家、他の裁判官、アカデミア、および立法府からの評価等が考えられ、裁判官は他の裁判官からの評価等を気にしている。しかし、証券訴訟の関心は低く、また評価等は最善の判決を書いた一握りの裁判官のみが得ることを踏まえれば、(一握りの裁判官と競い合うことは無益であるとする) ほとんどの裁判官は、証券事件をロークラークに委ね、当該判決に否定的な関心がなされないよう注意することとなると分析する。⁽¹⁰²⁾

(3) につき、裁判官は判決の起草過程でロークラークの助力に相当依拠していることを踏まれば、裁判官をプリンシパル、ロークラークをエージェントとして捉えることができる。裁判官は相対的な優位性を欠く分野の事件についてはロークラークを用い、そうした分野には証券事件が含まれる。通常、ロークラークは、ロースクールを出たばかりの者であるため、証券事件を含め何ら専門性を有していない一方で、裁判官の合格を得られる判決を起草しなければならないというタスクに直面している。ここで、事案の中核にある複雑性を対処することは、余計な時間がかかるだけでなく、裁判官から反対されたり、起案をやり直したりする可能性がある。⁽¹⁰³⁾そこで、ロークラークは、複雑な問題を避けるヒューリスティックを用いて判決を起草するインセンティブを有する。

このように、Bainbridge & Gulati は、裁判官がヒューリスティックを用いるのは、限定合理性と組織としての限界によるものであるとのモデルを提示する。

(4) につき、何らかの政策目的を実現しようとするならば、裁判官の間で当

(101) Bainbridge & Gulati (2002) at 100-105.

(102) Bainbridge & Gulati (2002) at 105-110.

(103) Bainbridge & Gulati (2002) at 110-111.

該政策につき意見の相違があり得るが、それが観測できないこと、政策的な立場の違いを超えて広く **puffery defense** が用いられていること、および証券詐欺訴訟の無益さについて学説の見解が一致していないにもかかわらず、裁判官がそれにつき十分な知見を有しているとは思われないことを理由に、裁判官は政策目的（具体的には、無益な訴訟の抑制）を実現するために **puffery defense** を用いているのではなく、上記仮説を踏まえれば、裁判官がヒューリスティックを求めた結果であると位置づけられるとする。また、**puffery defense** が用いられた事案において、裁判官は、ファイナンスの文献を参照しておらず、投資家や市場が企業の漠然とした楽観的な声明に影響を受けないことを示す根拠も提示していないと指摘する⁽¹⁰⁴⁾。

3. Padfieldの見解と実験

Padfield は、証券詐欺訴訟における **puffery defense** の運用状況に対し否定的な立場を採る。Padfield は、(1) 証券詐欺訴訟を訴答段階において訴え却下とする必要があることは認めつつも、**puffery defense** は、① *caveat emptor* と証券法の関係、② 裁判例における重要性の判断枠組みとの関係、③ 実際の投資家との関係から問題があるため、重要性要件で訴え却下とするのではなく、④ 他の要件で訴え却下を試みるべきであると主張する⁽¹⁰⁵⁾。また、(2) 実際の投資家が **puffery** とされる表現に相当程度依拠することを簡単な実験を通じて示す⁽¹⁰⁶⁾。

(1) Padfieldの見解

①につき、**puffery defense** の基礎にある *caveat emptor* と証券法の理念は相反すると主張する⁽¹⁰⁷⁾。1963 年の連邦最高裁判所の *Capital Gains Research Bureau*

(104) Bainbridge & Gulati (2002) at 120-121.

(105) Padfield (2008) at 353-361, Padfield (2010) at 157, 180.

(106) Padfield (2008) at 364-376.

(107) Padfield (2008) at 355-357, Padfield (2010) at 170-171.

⁽¹⁰⁸⁾判決において、証券法の目的を、*caveat emptor* を完全な情報開示に置き換え、⁽¹⁰⁹⁾ひいては証券業における高度な事業倫理を達成することであるとされたこと、1975年の連邦最高裁判所の *Blue Chip Stamps* 判決の *Powell* 裁判官反対意見において、証券法の目的は、州際通商・外国通商において取引される証券の特徴を完全かつ公正に情報開示することであり、同法により売主が発行会社の将来性や収益力を誇張する傾向を妨げたと示されていたこと、その他1980年代前半までの証券訴訟において *puffery defense* に対し否定的な下級審裁判例の動向⁽¹¹⁰⁾や体系書の記述を根拠とする。⁽¹¹¹⁾

②につき、*Padfield* は、⁽¹¹²⁾*Basic*判決等の下での重要性の判断枠組みを、(ア)重要性は事実に特化した問題であり、原則として事実認定者に委ねられるべきであること、(イ)裁判所は重要性の判断において明瞭に線引きされた基準を採るべきではないこと、(ウ)重要性の評価は投資家が利用可能な情報の総体の調査が含まれることと理解する。(ア)につき、証券詐欺訴訟の約7割が訴答段階で重要性要件から訴え却下となっていることからすれば、⁽¹¹³⁾*puffery defense* は早期に事実認定者から事案を与えないとするものであり、(ア)のルールを蔑ろにするものである、(イ)につき、*puffery defense* は明瞭な線引き基準の利用に他ならず、かつその線が非常にずさんで、判断に一貫性がない、(ウ)につき、⁽¹¹⁴⁾*puffery defense* は声明の文脈を無視しており、情報の総体の調査をしていない、

(108) *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963).

(109) *Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. at 186.

(110) 例として、*Anshutz Corp. v. Kay Corp.*, 507 F.Supp. 72, 74 (S.D.N.Y. 1981) を挙げる。

(111) 7 LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, *SECURITIES REGULATION* 3434 (3d ed. 1991) を挙げる。なお、その後の版 (7 LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, *SECURITIES REGULATION* 3424 (3d ed. rev. 2000) では、*puffery defense* に対し否定的な態度が採られていないことも併せて指摘する。

(112) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

(113) *See, Bainbridge & Gulati* (2002) at 116 fn. 94.

(114) *puffery defense* の認否に一貫性がないことについては、*Hoffman* (2006a) at 1403-1404や *Lipton* (2017) at 113, *Lipton* (2019) at 747 も指摘する。

と批判する。⁽¹¹⁵⁾

③ puffery defense は投資家の行動に関する実証分析の結果に反している（裁判所が想定するような、消費者・投資家が puffery を無意味なものとして考えることを示す実証分析はなく、そうであるとすれば裁判官は puffery defense を認める十分な法的権限の説明ができていない。puffery defense に関しては更なる実証分析が要せられるだけでなく、事実認定者に事案が届かない問題を再考すべきである）、puffery defense は会社役員の曖昧な声明に対する投資家の合理的な信頼に反している、puffery defense は puffery が市場において非常によく用いられているという市場の現実⁽¹¹⁶⁾に反している、そして、puffery defense の適用例の増加は効率的な資本形成を阻害する、と主張する。

④その上で、PSLRA（Private Securities Litigation Reform Act 1995）で高められた訴答基準⁽¹¹⁷⁾や 2000 年代中盤以降のサイエンターや因果関係に関する裁判例⁽¹¹⁸⁾を踏まえれば、訴答段階で訴え却下とするために重要性要件に依拠する必要はないと主張する。⁽¹¹⁹⁾

(2) Padfield の実験

Padfield は上記③の主張を補強するため、実際に訴訟において puffery とされた声明を簡略化・匿名化した声明を被験者に示し、被験者が当該声明を投資判断において重要と評価するか否かを問う実験を行った。

① 対象・方法

被験者は、法学の研究者・学生、および経営学の学部生の計 202 名うち、個

(115) Padfield (2008) at 353-355, Padfield (2010) at 171-172.

(116) Padfield (2008) at 357-359, Padfield (2010) at 172-173.

(117) Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd., 551 U.S. 308 (2007).

(118) Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336 (2005).

(119) Padfield (2010) at 180.

人での投資経験があると回答した45名（学生39名、研究者6名）である⁽¹²⁰⁾。4つの異なる会社の5つの声明を被験者に示し、当該声明を投資判断において重要と評価するか否かを2択（はい・いいえ）で尋ねた。⁽¹²¹⁾

② 結果

5つの声明のうち3つは約50%（最も高い声明で84%）の者が重要なものと評価し、最も低い声明でも33%の者が重要なものと評価した。⁽¹²²⁾ カイ二乗検定を行い、帰無仮説（裁判所の予測〔具体的には、いずれの声明も重要だと考える者が0である〕と実際の投資家の回答の相違はサンプリングによるものである）が棄却されたことで、裁判所の予測と実際の投資家の回答の相違は偶然によるものではないとする。⁽¹²³⁾

③ 分析

この結果を額面通り捉えるならば、裁判官は puffery を理由に証券詐欺訴訟をあまりに早く訴え却下としていることを示唆していると評価する。⁽¹²⁴⁾

4. Osovskyの調査と実験

Osovsky は証券詐欺訴訟における puffery defense につき、網羅的な裁判例分析を行い、運用状況を精査するとともに、実験を通じて puffery とされる声明が投資家の投資判断にどのような影響を与えるか明らかにする。実験結果から、全ての puffery 表現は投資判断に影響を与えるわけではないが、puffery とされる声明のうちある程度の具体性を伴うものは投資判断に影響を与えることを示す。

(120) 被験者数が統計的に求められるサンプルサイズの半分程度であることを批判するものとして、Osovsky (2016) at 355.

(121) Padfield (2008) at 366-370, 380-381.

(122) Padfield (2008) at 366 Table1, 372-373.

(123) Padfield (2008) at 373-374.

(124) Padfield (2008) at 375-376.

(1) 裁判例の調査

Osovsky は、2009 年から 2013 年の連邦裁判所の判決中で puffery の語が用いられた事件を対象に調査した。調査対象は 233 事件で、うち 171 事件 (73 %) において puffery defense が認められており、1976 年～2004 年を調査対象とした先行研究⁽¹²⁵⁾と比して、近時の puffery defense の認容事例が急増したことを明らかにする。puffery defense を認めた事例を仔細に見ると、ほとんどの判決で、その認否の理由を示しておらず (すなわち、当該声明が明らかに曖昧な事例もあるが、puffery と評価できるか難しい事例でも、紋切り型の説明を行う)、またその背景にある政策目的 (司法プロセスの効率化、無益な請求の隆盛への批判、および企業の表現の自由) も特に示していないこと、puffery defense に対する学説からの批判に応答していないことを明らかにする。⁽¹²⁶⁾

(2) Osovsky の実験

Osovsky は、実際に訴訟において puffery とされた声明を簡略化・匿名化した声明を、被験者に示し、被験者が当該声明を投資判断においてどの程度重要と評価するかを検証する実験を行った。投資判断における puffery とされる声明をめぐる実験として既述の Padfield のものがあるが、⁽¹²⁷⁾Osovsky は Padfield の実験手法⁽¹²⁸⁾に対し批判的であり、より精緻化した手法を採っている。

① 対象・方法

被験者に 4 社の声明を提供し、計 1 万ドルをどう分配して投資するかを尋ねる、⁽¹²⁹⁾Web アンケート調査プラットフォームを用いた被験者間実験 (between-

(125) Hoffman (2006b) の分析では、1976 年～2004 年の 30 年間に於いて、第 2 巡回区控訴裁判所およびその下の連邦地方裁判所で puffery defense が認められたのは 23 事件 (調査対象の 7.1%) だった。

(126) Osovsky (2016) at 344-350.

(127) 本章 3 (2) [102 頁] 参照。

(128) Osovsky (2016) at 355.

(129) 調査には、被験者が洗練された投資家 (sophisticated investor / accredited

subject) である。

被験者は465名で、有価証券に投資する者（財務アドバイザーを用いる者も含む）に限られる。被験者は、約115名前後で構成される4つの組に分けられ、それぞれ異なる情報提供がなされる。1群には全社にpufferyとされた声明が含まれ、2群には全社にpufferyとされた声明が含まれておらず、3群にはA社・B社にのみpufferyとされた声明が含まれ、4群にはC社・D社にのみpufferyとされた声明が含まれている。⁽¹³⁰⁾

4つの異なる会社情報や声明の内容は、次のように実際の事案を簡略化・匿名化したものである。いずれも実際の事案ではpufferyとされ、訴答段階で訴え却下となったものである。

A社は、ビデオゲーム機向けのゲームソフト開発において主導的地位にある会社である。同業他社との合併につき、「本取引は社内の製品開発組織に厚みをもたせ、現在および将来のシステム向けに高品質、魅力的、商業的に成功するコンテンツを提供する能力を強化するという当社の戦略に合致している。取引の相手方の会社は、徒歩での戦闘に関する開発経験を当社にもたらし、現在開発中のゲームに反映させる予定である」といったA社が行った説明や、「相手方会社とは、来年の主要タイトルの1つで緊密に協力している。オーストラリアの素晴らしい才能の集まりの中で当社の開発プレゼンスを確立し、A社に技術的な専門知識と経験をもたらし、特にマルチジャンルのアクションゲームの開発を促進する機会であると信じている。新しい当社スタジオが開発するプロジェクトを発表するのを楽しみにしている」といったA社社長の発言がpufferyとされた声明として提供された。⁽¹³¹⁾

investor) 可否か、財務アドバイザーの助言を得て投資しているか否か、経済ニュース等を読んでいるかを確認する問いや、性別、年齢、教育といった人口統計変数も含まれている。

(130) Osovsky (2016) at 356, 359, 361.

(131) Osovsky (2016) at 356–357, 380–381. これは *Zerger v. Midway Games, Inc.*, No. 07 C 3797, 2009 WL 3380653 (N.D. Ill. Oct. 19, 2009) を基にした設例である。puffery を含まない組には、puffery とほぼ同じ分量で、同社が、法令に則り、年

B 社は、廃プラスチックを油化する技術を米国で展開しようとするテクノロジー企業である。Warren Buffett, Bill Gates, Dow Chemical, Morgan Stanley, Goldman Sachs といった B 社への投資に関心を持つ多数の投資家と連絡を取り合っている旨、また、Bill Clinton 元大統領が B 社との提携に合意し、取締役会構成員となる可能性がある旨の声明が⁽¹³²⁾puffery とされた声明として提供された。

C 社は住宅ローンを提供する企業である。「我々は、非常に強力な内部統制システムとクラス最高のガバナンスを維持するとともに、株式の成長に集中的かつ継続的に焦点を当てている。……当社の文化も非常に高度な倫理観と誠実さを特徴とする」という声明が⁽¹³³⁾puffery とされた声明として提供された。

D 社は医療技術において世界的に主導的地位にある企業である。「最も魅力的な世界市場で有利な立場にあり、M 社を次のレベルに導くトップクラスのリーダーシップチームを有している」という声明が⁽¹³⁴⁾puffery とされた声明として提供された。

検証する仮説は次の4つである。第1に、投資家は按分ではなく、偏りをもたせて投資を行う (C 社への投資額が少ない)⁽¹³⁵⁾。第2に、コントロール集団 (1 群・

次報告書等を SEC に提出し、同社 WEB サイトや SEC の WEB サイトで公表している旨が示されている。

(132) Osovsky (2016) at 357, 382. これは *Carlucci v. Han*, 886 F.Supp.2d 497 (E.D. Va. 2012) を基にした設例である。puffery を含まない組には、puffery とほぼ同じ分量で、同社、同社経営陣、同社施設に関する詳細な情報を同社 WEB サイトで公表している旨が示されている。

(133) Osovsky (2016) at 358, 383. これは *Footbridge Ltd. v. Countrywide Home Loans, Inc.*, No. 09 CIV.4050 (PKC), 2010 WL 3790810 (S.D.N.Y. Sept. 28, 2010) を基にした設例である。puffery を含まない組には、puffery とほぼ同じ分量で、同社の主たる事業所の住所・電話番号や同社 WEB サイトの URL が示されている。

(134) Osovsky (2016) at 358, 384. これは *In re Medtronic, Inc., Sec. Litig.*, 618 F. Supp. 2d 1016 (D. Minn. 2009) を基にした設例である。puffery を含まない組には、1934 年証券取引所法に則り、上級副社長兼 CFO が代表して署名した旨が示されている。

(135) これは、投資家は投資判断にあたり企業規模や業界を考慮しており、C 社への投資額が少ないことを予想するものである。なお、分散が平均的か不明である

2群)には分配の違いがなく、3群・4群には投資額の配分に差が出る (puffery とされた声明を含む会社にヨリ多く投資する)。第3に、洗練された投資家の場合、仮説2は減じられる。⁽¹³⁶⁾ 第4に、仮説2につき性差はない。

② 結果

実験結果は次のようなものであった。

- ◆ 2群 (neutral control group) はA社・B社にそれぞれ約2,600ドル、D社に約3450ドル分配した一方で、C社には約1250ドルしか分配しなかった。こうした分配の傾向は、他の組でも見られる。分散分析では、投資額の差は、A社・B社を除き、有意であることが示された。これにより、対立仮説1が支持される。⁽¹³⁷⁾
- ◆ 各社を個別に取上げ、投資配分につき複数グループ間比較を行った。一元配置分散分析により、B社についてのみ統計的有意な差が見られた、Tukey検定 (事後検定) により、B社への投資配分は、3群が4群よりも有意に高いことが示された。その他の企業ではどの組間でも統計的に優位な差は見られなかった。⁽¹³⁸⁾
- ◆ 追加分析により、洗練された投資家とそうでない投資家の比較がなされた。洗練されていない投資家では、t検定では5%水準で有意な差がみられたが、マン・ホイットニーのU検定では有意な差は見られなかった (これはグループサイズが2分の1に減少したことから説明できる)。その他の企業では一般母集団と異なる行動は見られなかった。これにより、洗練度に関する対立仮説は、A、C、D社で棄却され、B社で維持された。⁽¹³⁹⁾

ため、仮説1の検証のためにはパラメトリック検定とノンパラメトリック検定を行う (Osovsky (2016) at 360)。

(136) Osovsky (2016) at 360-361.

(137) Osovsky (2016) at 362-363.

(138) Osovsky (2016) at 363.

(139) Osovsky (2016) at 364.

- ◆ 回答者の性別で3群と4群を分けた場合、女性投資家は全ての企業において puffery とされた声明の影響は有意でなかったが、男性投資家はB社に關して有意であった(t検定、マン・ホイットニーのU検定とも5%水準)。この傾向から、女性は男性よりも puffery とされた声明の影響を受けにくいと思われる。⁽¹⁴⁰⁾
- ◆ 年齢と教育水準で分けると、検出力が低く、統計的な分析ができないことが確認された。⁽¹⁴¹⁾

③ 分析

Osovsky は上記の実験結果を以下のように分析する。

企業間での不均衡な投資配分は、企業間の業績と規模の相違から説明できる。すなわち、A社・B社に対しては中立的だが、2007年～2009年のサブプライム・ローン問題が記憶に新しく、投資家は関連するリスク（C社：住宅ローン提供会社）を採ることを躊躇している、D社への平均投資額が大きいのは、近年の医療技術製品に対する頑健な需要と、医療技術分野における安定的な成長から説明できる。⁽¹⁴²⁾

対照群（control group：1群・2群）間において投資配分に差がなかったのは、同じ4つの企業を提示され、同じレベルの puffery とされた声明を提示され（全社に puffery とされた声明を含むか、含まないか）、全額を1社または複数企業に投資するよう求められたからである。これに対し、混合群（3群・4群）を比較すると、B社への投資額が大幅に増加したが、それ以外では影響はなかった。B社への投資額に差が生じた理由の一つとして、すべての会社の開示において puffery とされた声明がある場合には、投資家はそれを割り引く傾向にあるということが考えられる。現実社会がそうであるように、一部の会社においてのみ

(140) Osovsky (2016) at 365.

(141) Osovsky (2016) at 366-371.

(142) Osovsky (2016) at 371-372.

puffery とされた声明がある場合に投資家の関心を引く可能性がある⁽¹⁴³⁾。Osovsky は、各社の開示に含まれている puffery とされた声明の類型や、会社や事業分野に対する事前のバイアス initial bias という2つの要因によるものであると考える。A 社や D 社の puffery は相対的に弱いものであり、C 社は一般的な楽観的な声明である⁽¹⁴⁴⁾。これらに対し、B 社の声明はより強いものであり、より具体的で頑健である⁽¹⁴⁵⁾。

puffery とされる声明のうち強力なものであっても、洗練された投資家には影響を与えない可能性がある。女性は洗練された投資家のように行動し、相対的に強力な puffery とされる声明も無視・軽視するのに対し、男性は洗練されていない投資家のように行動し、puffery とされる声明の影響を受ける。こうした性差が生じた理由については、B 社の声明で具体的に言及されている投資家が男性ばかりであるからかもしれない⁽¹⁴⁶⁾。

以上の結果・分析を踏まえ、Osovsky は2つの結論を導く。第1に、法学者の批判とは対照的に、puffery とされる声明は投資判断に影響を与えないという裁判所の推論は多くの事案で妥当するということである。投資家はある程度において puffery とされる声明を無視するが、puffery とされる声明が強力なものである場合（実験では B 社）には投資判断に影響を与える。第2に、ことばの力や表現における些末な変化に関する行動経済学の知見は、非常に慎重に具体的な分野において、読まれ、行われるべきである。例えば、実験が示した通り、消費者に対する puffery とされる声明の影響に関する実験結果は、投資家に対する puffery とされる声明の影響に反するものと類似するものと考えられることはで

(143) Osovsky (2016) at 371–372.

(144) Osovsky (2016) at 373.

(145) Osovsky (2016) at 374.

(146) Osovsky (2016) at 374–375. なお、Osovsky 自身、母集団を洗練された投資家とそうでない投資家に分けることにより、サンプルサイズが小さくなり、検出力が低下するため、追加的な作業が必要であること、回答者は自身で洗練された投資家か否かを回答しているため、過大評価のおそれがあること、回答者において洗練された投資家の占める割合が高いことを指摘する (*Id.*)。

きない。⁽¹⁴⁷⁾

5. Liptonの見解

Lipton は証券詐欺訴訟における puffery defense につき、コーポレート・ガバナンス（ヨリ一般的には会社の反社会的行動の抑制）における株主の関与や ESG 情報が果たす役割の高まりを踏まえ、倫理規定等における虚偽記載・不記載につき puffery defense を認める裁判所の動向に対し批判的な検討を行い、些末な請求との区別にあたっては、重要性（puffery defense）ではなく、信頼要件（reliance）や虚偽性を用いるべきであることを主張する。

Lipton は、（2017 年当時の）現状分析として、企業不祥事を倫理規定等と関連付けて提起された証券詐欺訴訟の多くで puffery defense が認められているという現状認識を前提とする。すなわち、弁護士事務所は、企業不祥事が公表されると、開示書類から虚偽記載を探し、時には陳腐で、曖昧で、楽観的な声明を捉える。原告となる投資家は、経営（業績）に対する不満を有しているが、これを 1934 年証券取引所法 10 条 b 項等に基づく訴訟として提起する。とりわけ、開示されなかった規制違反行為や倫理的に問題のある行為を企業の開示する倫理規定と結びつけて、証券詐欺訴訟を提起するが、裁判所はこうした請求を puffery と評価している。Lipton はこうした裁判所の傾向に対し、学説上、裁判所が投資家にとって真に価値のある情報を判別することができるか疑問が呈されている、株主をコーポレート・ガバナンスの向上に関与させる手段としての情報開示の有用性を損ねていると批判する。⁽¹⁴⁸⁾

その上で、株主に適切なインセンティブと権限が与えられれば、企業に対し向社会的な行動を促し、反社会的な行動を抑制することができるとの認識の⁽¹⁴⁹⁾下、コーポレート・ガバナンスに対する株主の関与を促進し、企業の不実開示により誤導され、損害を被った場合にはそれを十分補填する仕組みが必要であ

(147) Osovsky (2016) at 375-376.

(148) Lipton (2017) at 112-116.

(149) Lipton (2017) at 126-129.

とする。⁽¹⁵⁰⁾すなわち、アクティブ運用を行う投資家は、個別の企業の開示情報を丁寧に読み込み、投資判断を行うことで、開示情報を価格に織り込ませることができ、その便益は価格形成を通じてパッシブ運用を行う投資家や経済一般にもたらされる。そのため、アクティブ運用を行う投資家は、開示情報が虚偽であることが立証された場合には、パッシブ運用を行う投資家よりも損害の填補を受けるに相応しい地位にあるが、現在の裁判所の運用の下では、開示情報を信頼して投資判断を行うにもかかわらず、不均衡なリスクを負担することになる。

そうすると、開示情報を実際に信頼したか否か (actual reliance) を軸に再設計する余地があり、**puffery defense** についても見直されるべきであると主張する。具体的には2つの立場を示す。第1に、実際の信頼を立証した投資家には **puffery defense** を認めないというものである。Lipton によれば、裁判所は、投資家の状況に合わせて重要性の定義や評価を調整する傾向にあるため、それほど劇的な変化ではないという。第2に、市場に対する詐欺の事件であっても (すなわち、実際の信頼がない場合であっても)、全面的に **puffery** を見直すというものである。裁判所は、投資家が依拠するにはあまりに曖昧な声明か否か判断するのではなく、声明の内容や記述ぶりが基礎となる事実と著しくかけ離れているか否か、すなわち、虚偽性に焦点を当てるべきであるというものである。問題となった事象の一般性・重大性、声明で用いられている表現の一般性や書きぶり (例えば、表現の大きさ) を衡量して、虚偽性を判断することになるが、こうした虚偽性の判断枠組みは、*Basic* 判決で採られた重要性の規模・蓋然性アプローチと似ており、裁判所も採用しやすいと主張する。⁽¹⁵¹⁾

6. 小括

以上の通り、学説では証券詐欺訴訟において **puffery defense** を認めることに

(150) Lipton (2017) at 136.

(151) Lipton (2017) at 140-141.

つき批判的な見解が多数を占めている。まとめに代えて、これまで挙げていない論者の主張も適宜位置づけながら、学説の主張を類型化して整理する。

第1に、puffery defense に対しては、その正当化根拠と証券法の理念や証券規制全般との関係から批判がある。puffery defense は、買主が目的物を検査できる地位にあること、売買当事者は対等な立場にあることを前提とする *caveat emptor* を起源とするが、証券取引では、投資家は発行会社が開示する情報に依拠せざるを得ず、情報の非対称性はなお残る点で、それらの前提が妥当しない⁽¹⁵²⁾。また、証券法の理念は、*caveat emptor* を完全な情報開示に置き換え、ひいては証券業界における高度な事業倫理を達成することにあるところ、puffery defense はそうした理念に真っ向から反する⁽¹⁵³⁾。

第2に、puffery defense に対しては、*Basic* 判決等で示された重要性の判断枠組みから批判がある。重要性の判断枠組みは、合理的な投資家が投資判断にあたり利用可能な情報の総体を大きく変更するものであるとして捉える、相当程度の可能性があるか否かであり、その下では、重要性は法律問題と事実問題の混合する問題であり、事実認定者による慎重な評価の必要性が強調される⁽¹⁵⁴⁾。しかし、puffery defense では、声明の文言のみに着目し、声明の類型や文脈を考慮していない点で情報の総体への変化を調査しておらず、また、事実認定者が関わることなく、重要性の評価が行われていると批判される⁽¹⁵⁵⁾。もっとも、こうした批判に関しては2点付言しておきたい。まず、確かに*Basic* 判決等では、重要性の評価にあたり事実認定者による慎重な評価が求められることが示されているが、同時に、合理的な判断の下では重要性の評価について異ならないほど、投資家にとって明らかに重要でない場合には訴答段階で（つまり、事実認定者

(152) O'Hare (1998) at 1715-1718, 1720-1722. 本章1 (1) [96頁] 参照。

(153) Padfield (2008) at 355-357, Padfield (2010) at 170-171. 本章3 (1) ① [100頁] 参照。

(154) 本稿Ⅱ [56頁] 参照。

(155) O'Hare (1998) at 1726-1736, Padfield (2008) at 353-355, Padfield (2010) at 171-172. 本章1 (1)、3 (1) ① [100頁] 参照。

の関与なく) 法律問題として処理することを認めている以上、この限りでは問題とならない。むしろ、問題なのは、「合理的な判断の下では重要性の評価について異ならない」ことを前提としている割には、判断に相当程度のぶれがあること⁽¹⁵⁶⁾、それにもかかわらず、安易に puffery defense が認められているということであろう。また、確かに puffery defense を認めたほとんどの裁判例において声明の類型や文脈を考慮していないが、全てにおいてそうであるというわけではない。puffery defense に関する裁判例を概観した際に、一部の裁判例では、文脈をみる必要があることが強調され、そうした裁判例では最終的に puffery とは評価されなかった⁽¹⁵⁷⁾。

第3に、puffery defense に対しては、裁判所が前提とする投資家像や市場の実態との関係から批判があり、投資家がどの程度 puffery とされる声明の影響を受けるかについての説明が試みられている。裁判所は、合理的な投資家であれば、投資判断において puffery とされる声明の影響を受けないという前提に立つ⁽¹⁵⁸⁾が、実験結果からは、少なくとも、puffery とされる声明が投資判断に与える影響を裁判所が想定するほど軽視できるわけではないと言えそうである。とりわけ、Osovsky の実験では、Padfield らが想定するほど投資家は puffery とされる声明の影響を受けるわけではないが⁽¹⁵⁹⁾、puffery とされる声明のうちある程度の具体性を伴うものについては投資家（とりわけ、男性で、洗練されていない投資家⁽¹⁶⁰⁾）は影響を受けることが示されている⁽¹⁶¹⁾。

第4に、puffery defense に対しては、コーポレート・ガバナンスにおける株主

(156) Hoffman (2006a) at 1403-1404, Lipton (2017) at 113.

(157) See, *In re Petrobras Securities Litigation*, 116 F.Supp.3d 368 (S.D.N.Y. 2015), *In re Signet Jewelers Ltd. Securities Litigation*, 389 F.Supp.3d 221 (S.D.N.Y. 2019). IV.2 (1) ② [74頁] 参照。

(158) Hoffman (2006a) at 1428-1434, Padfield (2008) at 357-359, Padfield (2010) at 172-173, Lipton (2019) at 748. 本章3 (1) ③ [102頁] 参照。

(159) See, *Cigna*, 918 F.3d at 63. IV.1 (2) ③ [69頁] 参照。

(160) See, Padfield (2008) at 372-376. 本章3 (2) [102頁] 参照。

(161) Osovsky (2016) at 361-375. 本章4 (2) [104頁] 参照。

の関与の向上という政策目的との関係から批判がある。近時のコーポレート・ガバナンスにおける議論では、株主が開示情報を基に投資先企業に一定の行動を採ることが期待されており、とりわけ、アクティブ運用をする投資家による投資判断を通じた価格形成機能も無視できない。しかし、puffery defense を認めることは、そうした株主の関与を通じたコーポレート・ガバナンスの向上やアクティブ運用を行う投資家の価格形成を阻害⁽¹⁶²⁾しかない。

第5に、証券詐欺訴訟の一部は訴答段階で訴え却下とすることの必要性があることを認めながらも、それを重要性 (puffery defense) で行うのではなく、他の要件で行うべきであるとする見解がある。近時においては、企業不祥事等、何らかの事象が生じた後に、それを開示情報と関連付けて証券詐欺訴訟を提起する事例が多く見受けられるが、その中には些末な請求が含まれていることは否定できず、訴答段階で訴え却下とする必要性自体は理解が示されている。もっとも、それを puffery defense で実現することには上記の批判があるところであり、サイエンターや因果関係、信頼の要件等、他の要件の判断を通じて行うべきであるとする。

第6に、puffery defense をヒューリスティックとして位置づけ、なぜ裁判官が証券訴訟においてヒューリスティックを用いるのかを裁判官のインセンティブの観点化から説明する論者がいる。このモデルによれば、裁判官が puffery defense を用いるのは、限定合理性と組織としての限界によるものとして理解⁽¹⁶⁷⁾される。

(162) Lipton (2017) at 136-141. 本章5〔110頁〕参照。

(163) Padfield (2010), Lipton (2017), Mark (2022).

(164) Padfield (2010) at 181-184. 本章3 (1) ④〔102頁〕参照。

(165) Padfield (2010) at 184-187. 本章3 (1) ④〔102頁〕参照。

(166) Padfield (2010) at 187-188, Lipton (2017) at 140-141. 本章3 (1) ④〔102頁〕、5〔106頁〕参照。

(167) Bainbridge & Gulati (2002) at 100-111, 120-121. 本章2〔98頁〕参照。

VI. むすび

本稿は、米国証券詐欺訴訟における *puffery defense* について、裁判例・議論状況を整理した。裁判例の整理では、当初、証券ブローカーの責任を追及する訴訟においてのみ限定的に認められていた *puffery defense* が、次第に、発行会社による将来志向情報や現在・過去の事実の開示の虚偽記載・不記載の責任を追及する訴訟でも認められていった、という展開を確認した。裁判所は、*puffery* の典型例として、客観的に検証できない情報、評判、誠実さ、倫理規定の遵守に関する一般的な説明や明らかに願望的な声明を挙げ、こうした情報を合理的な投資家が当該情報に依拠するには一般的すぎる情報として位置づけている。あわせて、現在・過去の事実について虚偽記載・不記載が争われたいくつかの判決を概観することで、*puffery* 該当性について一般的な傾向を見出すことが難しいこと、*Basic* 判決等で示された重要性の判断枠組みと整合的ではないことを確認した。

学説の整理では、*puffery defense* に対して、*puffery defense* の正当化根拠が証券規制の理念に適合しないこと、*Basic* 判決等で示された重要性の判断枠組みとの整合性がないこと、裁判所が前提とする投資家像は市場の実態と乖離しているということ、コーポレート・ガバナンスにおける株主の関与の向上という政策目的に合致しないこと、という観点から批判が示されながらも、証券詐欺訴訟の一部は訴答段階で訴え却下とすることの必要性があることを認めつつ、他の要件でそれを実現すべきであるという主張が示されていたことを確認した。

本稿の検討結果から、直ちに日本法への示唆を得ることは難しいが、本稿で整理した米国の *puffery defense* の運用状況や議論状況、および別稿で整理した日米の重要性の判断枠組みの相違を踏まえながら、ESG 情報をはじめとした非財務情報⁽¹⁶⁸⁾について、どのようにして正確性を確保するか検討を深化させる必要がある。

(168) 熊代 (2024b) 参照。例えば、梅本 (2024) は、「重要な事項」を真正の開示が

【文献】

- ◆ Eitan Arom, *Hidden Value Injury*, 121 COLUM. L. REV. 937 (2021)
- ◆ Stephen M. Bainbridge & G. Mitu Gulati, *How Do Judges Maximize (The Same Way Everybody Else Does -Boundly): Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions*, 51 EMORY L. J. 83 (2002)
- ◆ Maria Babri, Bruce Davidson, Sven Helin, *An Updated Inquiry into the Study of Corporate Codes of Ethics: 2005–2016*, 168 J. BUS. ETHICS (2021)
- ◆ David Hoffman, *The Best Puffery Article Ever*, 91 IOWA L. REV. 1395 (2006a)
- ◆ David Hoffman, *The “Duty” to Be a Rational Shareholder*, 90 Minn. L. Rev. 537 (2006b)
- ◆ Richard Leighton, *Materiality and Puffing in Lanham Act False Advertising Cases: The Proofs, Presumptions, and Pretexts*, 94 Trademark Rep. 585 (2004)
- ◆ Richard Leighton, *Making Puffery Determinations in Lanham Act False Advertising Cases: Surveys, Dictionaries, Judicial Edicts and Materiality Tests*, 95 Trademark Rep. 615 (2005)
- ◆ Ann M. Lipton, *Reviving Reliance*, 86 FORDHAM L. REV. 91 (2017)
- ◆ Ann M. Lipton, *Fact or Fiction: Flawed Approaches to Evaluating Market Behavior in Securities Litigation*, 20 Transactions: The Tennessee Journal of Business Law 741 (2019)
- ◆ Gideon Mark, *Event-Driven Securities Litigation*, 24 U.PEN.J.B.L 522 (2022)
- ◆ Jennifer O’Hare, *The Resurrection of the Dodo; The Unfortunate Re-*

なされた場合に投資者の投資判断が変わるような事項と解しつつも（同117頁、121頁）、非財務情報については、その虚偽記載・不記載が各事案（個別の事情や文脈）においていかに投資判断に影響を与えるか判断することは難しいとする（同117頁、128頁）。こうした立場の下で、梅本は、役員報酬は投資判断に影響を与えず（同125頁、梅本（2019）31頁も参照）、反社会的勢力と関わりがある者が新株予約権の割当先であったという情報は投資判断に影響を与えるものと評価する（梅本（2024）126頁）。

emergence of the Puffery Defense in Private Securities Fraud Actions, 59 OHIO ST. L. J. 1697 (1998)

- ◆ Adi Osofsky, *Puffery on the Market: A Behavioral Economic Analysis of the Puffery Defense in the Securities Arena*, 6 HARV. BUS. LAW REV. 333 (2016)
- ◆ Stefan J. Padfield, *Is Puffery Material to Investors? Maybe We Should Ask Them*, 10 U.PA. J. BUS. L. 339 (2008)
- ◆ Stefan J. Padfield, *Immaterial Lies: Condoning Deceit in the Name of Securities Regulation*, 61 CASE W. RES. L. REV. 143 (2010)
- ◆ 梅本剛正「非財務情報に関する開示ルールの在り方」青山アカウンティングレビュー9号29頁(2019)
- ◆ 梅本剛正「非財務情報の重要な事項についての虚偽記載」佐伯仁志ほか編『刑事法の理論と実務6』111頁(成文堂、2024)
- ◆ 熊代拓馬「法令遵守に関する一般的な説明と証券詐欺における重要性」旬刊商事2261号54頁(2021)
- ◆ 熊代拓馬「米国証券詐欺訴訟における重要性の判断枠組み」青山ローフォーラム12巻1号1頁(2023)
- ◆ 熊代拓馬「サイバーセキュリティ情報の省略」旬刊商事2346号69頁(2024a)
- ◆ 熊代拓馬「非財務情報の正確性の確保—課題と展望」近藤光男先生古稀記念『コーポレート・ガバナンスのフロンティア』587頁(商事法務、2024b)
- ◆ 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版一部補訂版〕』(弘文堂、2006)
- ◆ 溜箭将之『英米民事訴訟法』(東京大学出版会、2016)