

# 博士論文

論文題目 不実の企業情報開示と民事責任  
—日米比較研究に基づく考察

氏 名 朱 翹楚

## 目次

<b>第 1 部 序論</b> .....	<b>7</b>
<b>第 1 章 本稿の背景と問題意識</b> .....	<b>7</b>
第 1 節 不実開示民事責任に関する金融商品取引法改正.....	8
第 2 節 不実開示民事訴訟の抑止目的に関する議論.....	11
第 1 款 不実開示行為の可罰性.....	11
第 2 款 発行会社の民事規制により達成する抑止目的.....	12
第 3 款 抑止手段としての発行会社の民事規制.....	13
第 3 節 不実開示民事訴訟の損害賠償目的に関する議論.....	15
第 1 款 投資家間の利益移転.....	16
第 2 款 不実開示発覚後の株価下落の発生要因.....	17
第 4 節 現制度に存在する問題点.....	17
<b>第 2 章 本稿の方法論</b> .....	<b>22</b>
<b>第 3 章 従来の議論との関係</b> .....	<b>25</b>
<b>第 4 章 本稿の構成</b> .....	<b>26</b>
<b>第 2 部 アメリカ法</b> .....	<b>27</b>
<b>第 1 章 序論</b> .....	<b>27</b>
第 1 節 アメリカの情報開示規制の変革と現状.....	27
第 1 款 発行開示から継続開示へ.....	27
第 2 款 流通市場における不実開示民事訴訟が生じる利益循環.....	28
第 3 款 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 の変遷.....	29
一 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件を緩和的に解釈するアプローチ.....	29

二	10 条(b)項及び規則 10b-5 の規制範囲を狭めるアプローチ	31
三	第二次責任	33
第 2 節	本部の構成	34
<b>第 2 章</b>	<b>発行市場における不実開示の責任</b>	<b>37</b>
第 1 節	33 年法 11 条と開示制度	38
第 2 節	発行市場における不実開示を規制する 33 年法 11 条	45
第 1 款	33 年法 11 条の法的要件	46
第 2 款	33 年法 11 条の下での被告	48
第 3 款	原告適格	50
1	Barnes 判決	51
2	Kirkwood 判決	52
第 3 節	本章の小括	55
<b>第 3 章</b>	<b>流通市場における不実開示についての制度設計</b>	<b>58</b>
第 1 節	流通市場における不実開示民事規制	58
第 2 節	損害回復目的の実現	60
第 1 款	利益移転 (circular 問題)	60
第 2 款	アメリカ証券市場の投資家の構造	63
第 3 款	不実開示リスクの再分配	66
第 4 款	小括	68
第 3 節	抑止目的の実現	69
第 1 款	情報開示の社会的効用	69
一	発行会社による情報開示とコーポレート・ガバナンス	69
1	法的手段	70
2	市場手段	70
二	発行会社による情報開示と証券流動性	73
第 2 款	不実開示を行なったのは誰なのか	74
第 4 節	コーポレート・ガバナンス	77
第 5 節	本章の小括	80

第4章 流通市場における発行会社の不実開示責任 .....	82
第1節 流通市場における不実開示責任に関する規定 .....	82
第1款 34年法10条(b)項及び規則10b-5 .....	82
第2款 不実開示を規制する他の34年法規定 .....	83
一 34年法18条(a)項 .....	83
二 34年法20条 .....	85
第2節 34年法10条(b)項及び規則10-5の法的要件 .....	86
第1款 サイエンタ .....	89
一 サイエンタの範囲 .....	89
二 PSLRA以降のサイエンタ .....	91
1 Tellabs 連邦最高裁判所判決 .....	92
2 Martrixx 連邦最高裁判所判決 .....	94
三 会社のサイエンタ .....	96
1 伝統的な会社サイエンタ・アプローチ（代位者責任） .....	98
(1) Southland 判決 .....	98
(2) Apple 判決 .....	99
2 集団的サイエンタ（collective scienter） .....	101
(1) Tellabs II 判決 .....	102
(2) Teamsters 判決 .....	104
(3) Bridgestone 判決 .....	105
3 小括 .....	108
第2款 不実開示の重大性 .....	109
一 「重大性」の定義 .....	109
二 重大性の判断基準 .....	111
1 客観的な判断基準（bright line rule） .....	111
2 その他のアプローチ .....	114
三 重大性を有しない情報開示 .....	115
1 誇大宣伝（puffery） .....	115
(1) Raab 判決 .....	116
(2) Burlington Coat Factory 判決 .....	117

2	注意表示の法理 (Bespeak Caution)	119
3	PSLRA による安全港規定	123
4	重大性の判断時点	127
第3款	信頼要件	129
一	重要な情報の不開示の場合	129
二	Fraud-on-the-Market 理論	132
1	市場の効率性	134
2	効率的な市場についてアメリカの裁判所が取るアプローチ	136
(1)	Cammer 判決	136
(2)	PolyMedica 判決	138
(3)	小括	142
3	信頼要件に関する FOTM 理論に対する被告による反証	144
4	重大性要件と FOTM 理論	148
5	FOTM 理論に対する批判	152
(1)	FOTM 理論と Circular 問題	152
(2)	FOTM 理論と効率的な市場仮説 (ECMH) に関する経済論争	153
6	FOTM 理論に関する新たな展開 (Halliburton II 判決)	155
三	Fraud created the Market 理論	164
1	Fraud-created-the-Market 理論を認めた判例	164
2	Fraud-created-the-Market 理論を否定した判例	167
四	小括	170
第3節	本章の小括	172
<b>第5章</b>	<b>流通市場における第二次的な 10b-5 責任</b>	<b>174</b>
第1節	総論	174
第2節	第二次責任に関するアメリカ判例法理の変遷	175
第1款	Central Bank 判決以前の第二次責任	175
一	第二次責任に関する判例法理	176
二	ゲートキーパーの第二次責任に関する論争	177
第2款	Central Bank 判決	180

第3款 第二次的責任と 10b-5 責任の境界線 .....	181
一 明確な境界線基準 (Bright-line) .....	182
(1) Anixter 判決.....	182
(2) Wright 判決 .....	184
(3) 明確な境界線基準の特徴 .....	184
二 実質参加基準 (substantial participation test) .....	185
三 その他の判断基準 .....	187
第4款 Stoneridge 判決.....	188
一 詐欺スキームを行なう責任.....	188
二 事実的背景.....	190
三 連邦最高裁判決.....	190
四 Stoneridge 判決についての評価.....	192
第5款 Janus 判決 .....	193
一 事実関係.....	193
二 連邦最高裁判所の判断 .....	194
三 本件判決がこれからの 10b-5 訴訟に与える影響.....	195
第3節 小括 .....	198
<b>第6章 不実開示民事規制と SEC による民事制裁訴訟.....</b>	<b>203</b>
第1節 不実開示民事規制の特徴.....	203
第2節 SEC 民事制裁訴訟.....	204
第1款 SEC による制裁手段 .....	204
第2款 民事制裁金制度 .....	206
第3節 10b-5 民事訴訟と SEC 制裁措置の調和.....	211
<b>第3部 日米比較の視点から見る日本の不実開示民事規制.....</b>	<b>213</b>
第1章 日本の情報開示制度.....	213
第2章 日本の不実開示民事規制 .....	217

第1節 発行開示における不実開示についての金融商品取引法上の責任	217
第1款 発行開示における不実開示責任の規制範囲と責任主体	217
第2款 流通市場における不実の発行開示責任	218
一 流通市場における不実の発行開示責任に関する日米の相違	218
二 制度趣旨に関する日米の相違	220
第2節 継続開示における不実開示についての金融商品取引法上の責任	222
第1款 役員の実責任	222
第2款 監査法人と公認会計士の責任	224
第3款 発行会社の責任	226
第3節 適時開示に含まれる不実開示責任	230
<b>第3章 日本の課徴金制度</b>	<b>233</b>
第1節 課徴金制度の変遷	233
第2節 課徴金制度の問題点	235
第1款 刑事罰との関係	235
第2款 手続上の問題点	236
第3款 運用状況	238
<b>第4章 アメリカ法研究から得られる示唆</b>	<b>241</b>
第1節 不実開示規制について日米制度上の相違と原因	241
第1款 不実開示規制についてのアメリカの制度変遷と理由	241
第2款 日米比較の観点から日本の不実開示規制に対する提言	243
一 不実開示民事規制の実効性を上げるために取られる方法	244
二 発行開示に含まれる不実開示民事規制の境界線	249
三 効率的な市場仮説の影響	251
四 ゲートキーパーに対する規制	255
五 不実開示民事規制と行政制裁の関係	258
第2節 本稿の結論と残された課題	260

## 第 1 部 序論

### 第 1 章 本稿の背景と問題意識

会社は資金調達目的を達成するため、資本市場において投資家に対して直接金融を行なうことができる。発行会社が発行価格を定めて直接的に証券を発行して投資家と取引をする市場は発行市場と呼ばれている<sup>1</sup>。投資家は発行会社により発行された証券を取得することで、当該会社の経営成果に参加できる一方、払戻しが許されない株式を所有する場合でも換金する需要が生じる場面が考えられる。すでに発行された証券を投資家が売買する流通市場においては、換金需要のある投資家又は債券の償還期限前に償還を受ける需要のある投資家が証券を売却することによって、投下資本を回収することができる。

発行市場における証券発行価格は発行会社により決められるのに対して、流通市場における証券価格は発行会社の経営状況に関する情報を反映して証券の供給と需要により決められている。投資家が十分な情報を把握した上で投資判断を行なうことを確保するために、法は証券発行関係者に企業情報と証券情報を強制的に開示させる情報開示制度を定めている。そして、これらの情報開示制度に違反する者又は情報開示において不実の情報を開示した者に対して、金商法は民事責任、刑事責任及び行政罰を課している。発行市場においては、発行会社は投資者から資金調達をするために、調達事項に関する情報を積極的に開示して有価証券の買付けの申込みの勧誘を行なう<sup>2</sup>。不実な情報を織り込んだ発行開示をして証券を発行する場合、発行会社は証券発行取引から直接的な利益を得ることができるから、不実開示から悪影響を受けた投資家の損害を発行会社に賠償させても、元々不当に得られた利益を投資家に返還し、原状回復的に投資家の損失を填補させることになる<sup>3</sup>。それに対して、発行会社は流通市場における証券取引に参加する相手方ではないので、発行会社は流通市場における継続開示において不実な情報を公表しても、発行会社が証券取引から直接的な経済利益を得ることができない。

---

<sup>1</sup> 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門（第3版）』3頁（商事法務、2013）。

<sup>2</sup> 森田章「証券詐欺の民事責任—日米を比較して」大証金融商品取引研究会（10）7頁（2012）。

<sup>3</sup> 川島いづみ「有価証券報告書の虚偽記載に関する発行会社の不法行為責任—東京地判平成19・11・26判時1998号141頁—」金融・商事判例1320号15頁（2009）。



不実開示の摘発と責任追及について刑事訴追には限界がある一方、不実開示により個々の投資家の損害が小額であることや損害額と因果関係などについての立証は投資家にとって決して容易ではないこと<sup>4</sup>から、不実開示民事制度の実効性が高くない一方、日本はかつてエンフォースメント手段としての刑事追訴に頼り過ぎる傾向があったという指摘もある<sup>5</sup>。不実開示により損害を受けた投資家が民事訴訟を提起することにより、違法行為を是正する効果が期待できる<sup>6</sup>から、不実開示に係る民事訴訟を促すために、平成 17 年から原告投資家の立証負担を実質的に軽減する一連の法改正が行なわれた。

不実開示が発行市場と流通市場のそれぞれにおいて生じる利益移転を考慮した上で、不実開示に係る民事責任規定を設計する際に、投資家への賠償目的、又は不実開示の抑止目的の観点から、発行会社を対象とする法人責任と役員やゲートキーパーを対象とするエージェント責任のいずれの責任制度を規制の中心にすれば、二つの目的を最も調和できるかという問題は長い間研究者と立法担当者などを悩ましていた課題である。アメリカでは経済学の発展や証券市場の成熟化に伴い、民事訴訟における両制度の優劣について長い間激しい論争が行なわれた。そして、時代の流れとともに、証券市場の特質や不実開示民事制度の問題点も変化しつつあり、アメリカの不実開示民事制度は幾つかの法改正と判例法理の形成によって、責任追及のアプローチも変更し続けた。本稿では不実開示と民事責任に関するアメリカにおける議論と判例法理を整理した上で、当該問題に対する日本の学説の議論と立法状況を比較し、日本の現状において不実開示と民事責任制度について有益な提言をすることを目的とする。

## 第 1 節 不実開示民事責任に関する金融商品取引法改正

日本では昭和 23 年に証券取引法が制定され、その中にはアメリカの 1933 年証券法 11 条（以下では、1933 年証券法を 33 年法に略称する）を参照して、発行市場における不実開示に関する発行会社の無過失責任を定める 18 条を初めとする発行市場における不実開示民事制度を制定した。

---

<sup>4</sup> 岡田大＝吉田修＝大和弘幸「市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説—課徴金制度の導入と民事責任規定の見直し」商事法務 1705 号 50 頁（2004）。

<sup>5</sup> 岩原紳作等『金融商品取引法セミナー開示制度・不公正取引・業規制編』145 頁（有斐閣、2011）〔三井秀範発言〕。

<sup>6</sup> 近藤光男「近時の裁判例から見た民事責任の課題と展望」ジュリスト 1444 号 34 頁（2012）。

昭和 46 年改正に、不実開示の民事規制を強めるために、発行市場における不実開示についても役員やゲートキーパー等不実開示に関与した者について立証責任の転換された過失責任を定める 21 条と、継続開示に含まれる不実開示に関しては役員等の立証責任の転換された過失責任を定める 24 条の 4 を導入した。そして、発行市場における発行会社に対する責任追及を容易にするために、原状回復的な損害賠償と因果関係に関する推定規定も設けられた<sup>7</sup>が、立法担当者が、①発行市場と流通市場との相違点について、流通市場においては会社と投資家の間になんらの取引も行なわれていないこと、②他の債権者とのバランスから、発行会社の責任は払い込んだ資金を原状回復することにとどめるべきであることについての考慮<sup>8</sup>から、流通市場の投資家に対しては役員等の立証責任の転換された過失責任規定しか用意しなかった。当時の証券取引法の規律に支持を示した学説がある<sup>9</sup>が、情報開示の趣旨から考えれば、発行市場であろうと流通市場であろうと発行会社には正確な情報を開示する義務があり<sup>10</sup>、証券市場に参加する投資家は会社経営の危険から生じる不利益を覚悟すべきであるが、発行会社が発行開示書類や継続書類に含まれる不実記載による生じる不利益を覚悟すべきではない<sup>11</sup>など、投資家

---

<sup>7</sup> 19 条 1 項により定められる損害額に関する推定規定は、18 条に定められる発行市場における不実開示についての民事救済との関係で、発行会社と投資家の間に存在する直接または間接的な証券取引契約を取り消して契約前の状態に戻すことを意図している。黒沼悦郎「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事法務 1708 号 6 頁（2004）、近藤・前掲（注 6）35 頁。

<sup>8</sup> 大蔵省証券局企業財務第二課編『改正証券取引法解説』133 頁（1971）。

<sup>9</sup> 谷川久「民事責任」レイ・ロス＝矢澤監修『アメリカと日本の証券取引法下巻』597 頁（商事法務研究会、1975）。谷川教授の見解によると、証券法は流通市場における発行会社の不実開示責任を定めるべきではないだけでなく、発行会社は民法 709 条の法的要件を満たすかどうかに関わらず、発行会社が流通市場における証券取引に参加しない限り、不実開示についての賠償責任を認めるべきではない。

<sup>10</sup> 三井秀範『課徴金制度と民事賠償責任—条解証券取引法』32 頁（金融財政事情研究会、2005）。

<sup>11</sup> 神崎克郎「証券取引法上の民事責任」『大森先生還暦記念 商法・保険法の諸問題』219 頁（有斐閣、1972）。平成 17 年改正後において、不実開示民事訴訟が提起されるようになり、原告の損害については高値取得損害と取得自体損害に二分論されている。最高裁判所は最判平成 23 年 9 月 13 日資料版商事法務 332 号 121 頁（西武鉄道事件）、最判平成 24 年 3 月 13 日判時 2146 号 33 頁（ライブドア事件）において、不実開示に起因する市場価格下落のリスクは投資家が負担すべきリスクではないという観点から、虚偽記載の公表に続くろばい売りや売り注文が殺到する事情による株価下落は、虚偽記載と相当因果関係のある損害として原告の損害額から控除すべきではないと判断した。加藤貴仁「高値取得損害／取得自体損害二分論の行方—判例法理における有価証券報告書等の虚偽記載と投資家が被った損害の相当因果

救済の観点から、発行会社を流通市場における不実開示の責任主体から外すことは不当であると主張する説<sup>12</sup>も有力である。

証券取引法が投資家救済の趣旨から一般不法行為の特則としてこれらの細かい規定を定めたにもかかわらず、実際当時は投資家が証券取引法に基づいて民事訴訟を通じて不実開示責任を追及する事件が少なかった。その理由として、①不実開示の発見が困難であること、②原告による損害額の立証、及び因果関係の立証が難しいこと、③日本にはクラスアクション制度がないことが指摘されていた<sup>13</sup>。それに対応して、不実開示民事訴訟を促すために行なわれていたのが平成 17 年の証券取引法改正であった。

平成 17 年改正においては、流通市場から証券を取得した投資家に対する発行会社の無過失責任を定める 21 条の 2 が新設された<sup>14</sup>。さらに、原告が不実開示訴訟を提起するハードルを下げるために、同法 21 条の 2 第 2 項は発行開示書類と継続開示書類を区別せずに、金商法により定められる書類に不実開示がある場合に損害額の推定規定も詳しく定めた。平成 17 年改正当時においても、流通市場における発行会社の責任を認める制度について、発行市場と流通市場の違い<sup>15</sup>、他の株主と債権者との間のバランス、流通市場における発行会社の責任を認める場合に生じる株主間の利益移転や、大規模の責任追及訴訟が提起されることは発行会社を破産状態に追い込むリスクが大きいなどの観点から、様々な反対意見<sup>16</sup>もあった。しかし、立法担当者は投資家救済の観点を第一次に考えて、不実開示行為の抑止を図るために民事訴訟による責任追及を容易にすることを目的<sup>17</sup>として、重要度の高い開示書類に不実開示が含まれる場合に発行会社には故意・過失がないとは考えられな

---

関係の判断枠組みの検討」『落合誠一先生古稀記念・商事法の新しい礎石』821 頁以下（有斐閣、2014）。

<sup>12</sup> 神崎・前掲（注 11）219 頁。

<sup>13</sup> 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（1）」法学協会雑誌 105 卷 12 号 6 頁（1988）。

<sup>14</sup> 北村雅史「発行市場・流通市場における開示書類の虚偽記載と民事責任」大証金融商品取引法研究会（9）9 頁（2012）。

<sup>15</sup> 黒沼悦郎＝永井智亮＝中村慎二＝石塚洋之「不適切開示を巡る株価の下落と損害賠償責任〔上〕」商事法務 1906 号 11 頁（2010）。

<sup>16</sup> 河本一郎＝神崎克郎『問答式改正証券取引法の解説』120 頁（中央経済社、1971 年）、奥村光夫「企業内容開示制度の改正について」商事法務研究 555 号 23 頁（1971 年）、北村・前掲（注 14）13-15 頁、川島・前掲（注 3）16 頁。

<sup>17</sup> 「金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」（平成 25 年 12 月 25 日報告書）20-21 頁。

いこと<sup>18</sup>、発行会社の主観的要素に関する立証の困難性や、発行市場における発行会社の不実開示民事責任とのバランス<sup>19</sup>などの観点から、流通市場における不実開示についても発行会社に無過失責任を課すことになった<sup>20</sup>。同改正後において、投資家が流通市場における不実開示について発行会社の責任を追及する訴訟が急増するようになり、損害額の認定が最も良く争われる争点になった<sup>21</sup>。

他方、近年においては、課徴金制度や内部統制体制の構築に関する一連の法改正が行なわれることにより、不実開示についての抑止環境が平成 17 年改正当時と比べて進化していると考えられることから、平成 26 年の金商法改正においては、流通市場における不実開示についての発行会社の無過失責任が立証責任の転換された過失責任に見直され、第 21 条の 2 により救済を受けられる者は取得者だけではなく、処分者も追加されることとされた<sup>22</sup>。

## 第 2 節 不実開示民事訴訟の抑止目的に関する議論

### 第 1 款 不実開示行為の可罰性について

投資家は発行会社により発表された情報に依拠して投資判断を行ない、証券アナリスト、報道機関や格付会社などの専門機関も発行会社による情報開示を基礎に投資家向けに情報分析を行なう。個々の投資家がこれらの情報から直接または間接的な影響を受けて形成する投資判断が集積することで、証券の市場価格が形成されることになる<sup>23</sup>。発行会社が情報開示において不実の情報を発表することにより公正な市場価格の形成が阻まれることになり、証券市場の仕組みも歪められることになるから、不実開示が証券法違反行為の

---

<sup>18</sup> 岡田＝吉田＝大和・前掲（注 4）44 頁。

<sup>19</sup> 黒沼・前掲（注 7）5 頁。

<sup>20</sup> 三井・前掲（注 10）154 頁注。

<sup>21</sup> 東京地判平成 19 年 11 月 26 日判時 1998 号 141 頁（日本システム技術事件）（裁判所は損害額の認定について、本件事件を金商法 21 条の 2 の適用前事例として同条 2 項を類推適用した）、西武鉄道事件を巡る一連の事件（東京地判平成 20 年 2 月 21 日判時 2008 号 128 頁、東京地判平成 20 年 4 月 24 日判時 2003 号 147 頁、東京地判平成 21 年 1 月 30 日判時 2035 号 145 頁、東京地判平成 21 年 3 月 31 日判時 2042 号 127 頁、東京高判平成 26 年 1 月 30 日判時 2222 号 105 頁、前掲（注 11）西武鉄道最高裁判決、前掲（注 11）ライブドア事件、最判平成 24 年 12 月 21 日判時 2177 号 51 頁（アーバンコーポレーション事件）。

<sup>22</sup> 前掲（注 17）金融審議会報告書 21 頁。

<sup>23</sup> 加藤・前掲（注 11）819 頁。

中で最も非難されるべき行為の一つであると日本の研究者は指摘していた<sup>24</sup>。従って、証券取引法においては不実開示民事責任について、18条から24条の5にかけて詳細な責任規定が設けられることになった。

前記の通り、証券法は投資家保護の観点から発行会社に対する責任追及と原告の立証責任などに関して原告投資家に親和性のある一連の改正を行ってきた。しかし、それだけではなく、改正後に起こされた一連の不実開示民事訴訟<sup>25</sup>から見ても、発行会社の責任規定が設計される際に発行市場における発行会社の責任は原状回復的な「取得自体損害」が原則として設定されたのに対して、流通市場における発行会社の責任は「高値取得損害」が原則として設定されていたと言われた<sup>26</sup>が、最高裁は損害額を認定する際に当該二分論を用いることなく発行会社の責任を広く認めるアプローチを取ってきた<sup>27</sup>。このように、日本においては、証券取引法改正や学説、さらには裁判実務上も投資家保護を強く主張し、発行会社に重い責任を課す傾向があると思われる。

## 第2款 発行会社の民事規制により達成する抑止目的

不実開示についての損害賠償責任規定について、日本もアメリカと同じで、投資家救済という損害賠償機能だけではなく、情報開示を行なう者に対して正確かつ誤解を生じない開示を行なわせる予防的な機能を有すると指摘されていた<sup>28</sup>。しかし、上記のように、日本における不実開示民事責任規定に関する法改正とその背後にある政策的考慮から見れば、日本は流通市場の場面でも投資家救済を第一次的に重視している。役員などの不実開示に関与した個人を責任主体として捉えるとしても、個人の資力には限界があるから<sup>29</sup>、発行市場における不実開示の民事規定に関して、損害額と因果関係の推定規定や主観状態についての立証等の面を実質的に考えると、発行会社の責任規定より遥かにハードルの高い条文を設定したと思われる。さらに、流通市場

---

<sup>24</sup> 岡田＝吉田＝大和・前掲（注4）50頁、三井・前掲（注10）30頁。

<sup>25</sup> 前掲（注11）ライブドア、西武鉄道、アーバンコーポレーション最高裁事件。

<sup>26</sup> 神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」曹時62巻3号7~8頁（2010）、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号319頁（2011）、前掲（注11）ライブドア最高裁判決における岡部裁判官反対意見。

<sup>27</sup> 加藤・前掲（注11）817頁以下、田中亘「流通市場における不実開示による発行会社の責任—インセンティブの観点から」『落合誠一先生古稀記念・商事法の新しい礎石』859（有斐閣、2014）。

<sup>28</sup> 神崎・前掲（注11）212-213頁。

<sup>29</sup> 近藤・前掲（注6）35~36頁。

の投資家による発行会社に対する損害賠償訴訟を促すために、平成 17 年改正において発行会社の無過失責任を定める規定と、損害額と因果関係に関する推定規定が導入された<sup>30</sup>。そして、民事訴訟により生じる抑止目的については、発行会社が投資家に損害賠償責任を履行してから、虚偽記載に関与した役員等に対して責任追及を行なうことや、株主が会社に代わって役員に対して代表訴訟を提起することに期待を寄せていた<sup>31</sup>。

### 第 3 款 抑止手段としての発行会社の民事規制

たしかに、抑止目的の観点について、発行会社を責任主体として設定することで、投資家の損害賠償ニーズにこたえることができるから、訴訟提起のインセンティブが高められ、不実開示民事責任規制の実効性を高めることに資することができる点や、企業の違法行為についてのエンフォースメントの費用を株主に分担させる点から合理性を説明できると思われる<sup>32</sup>。それに対して、役員を主な責任主体とするなら、投資家救済の観点から十分な賠償を得ることができないだけでなく、不実開示責任を負うべき役員の範囲を限定することも難しく、他の役員の監督・監視責任を広く認めるなら、役員の負担が大きすぎると指摘する見解もある<sup>33</sup>。しかし、不実開示の発覚により生じる株価下落は、一般的に予測できることであるが、様々な原因によるものであると考えられる。その中で最も重要なのは経営者に対する不信から生ずるものであり、発行会社の将来利益に対する期待を失うことであると指摘する研究者もある<sup>34</sup>。不実開示の発覚やそれに連動するスキャンダルと信用上のダメージ、証券取引等監視委員会による調査と課徴金処分、巨額な賠償責任を伴う時間が長くかかる訴訟戦を考えると、賠償責任を履行した発行会社が事後的な責任追及により役員などに求償すること、もしくは株主が問題ある役員に対する代表訴訟を提起することにはどれだけの実効性があるかについて疑問があり、発行会社に二次的な訴訟コストを負担させるのは酷ではないかと考えられる。

発行市場と流通市場における不実開示について発行会社に同じレベルの責任を課すなら、①発行会社が証券を発行する際に行なう情報開示においては十分な準備をすることができるのに対して、流通市場に向けて発信する継続

<sup>30</sup> 黒沼・前掲（注 7）10 頁。

<sup>31</sup> 黒沼・前掲（注 7）10 頁、岩原・前掲（注 5）137 頁〔三井秀範発言〕。

<sup>32</sup> 加藤・前掲（注 26）331-32 頁。

<sup>33</sup> 神田秀樹等「金融商品取引法——実務上の課題と展望」ジュリスト 1390 号 22 頁（2009）〔松尾直彦発言〕。

<sup>34</sup> 若杉敬明「虚偽記載判明による株価低落を巡る損害賠償裁判—株主が会社を訴える合理的な根拠はあるか—」経営戦略研究 18 号 11 頁（2008）。

開示において情報の正確さを確保することが簡単ではなく、②発行市場において、発行会社が発行価格を決めて発行開示に不実の情報を織り込み証券を発行したとしても投資家が受ける損害の限度は発行価格にとどまるのに対して、証券が一旦市場で流通したら、発行価格とは異なる価格で売買され、市場参加者の増加に伴い、不実情報の広まりによりおびただしい数の参加者が損害を受けることもあるから、発行会社が流通市場における不実開示訴訟により晒される潜在的な賠償額が発行市場における不実開示訴訟に比べられない程度の額に上がることになるのではないかと懸念する。このような制度設計に対応して、流通市場における不実開示責任を防ぐために、発行会社が莫大なコスト<sup>35</sup>を投入しなければならないことが想定できるが、このコストが結局市場参加の投資家に跳ね返ってくることになるのではないかと指摘する学説もある<sup>36</sup>。

繰り返しになるが、日本法が不実開示について発行会社に重い責任を課す政策的な目的は、発行会社による情報開示の実効性を確保し、証券投資の観点から投資家は発行会社の経営リスクを負うべきであるのに対して、発行会社が投資判断の参考になる情報開示に不実な情報を織り込むリスクを負担すべきではないという理論づけから、投資家は市場に公開された情報又はそれに基づいて形成した市場価格が真実であることに対する信頼もしくは市場に

---

<sup>35</sup> 理論上考えられる例として、発行会社が内部統制システムを整備・強化すること、監査機関の機能や独立性を高めること、高い報酬を約束する上に能力と独立性の高い監査法人を雇うこと、情報が開示される前に今まで以上の時間や労力をかけて正確性を検査することなどが挙げられる。田中・前掲（注 27）878 頁に参照。しかし、これらの予防的な事項にどれだけの時間的・経済的なコストを掛ければ、平成 26 年改正の立証責任の転換された過失責任をクリアーすることができるかは不明で、ここで列举できる事項が多ければ多いほど、発行会社は自己の無過失を証明することが難しいのではないと思われる。そして、発行会社がこれらの大きいコストと潜在的な責任額を恐れて、情報開示に対して萎縮的効果を齎すこと、証券発行による資金調達を減少させ、さらには諦めることは、国際的な視点から見れば日本の証券市場の競争力を落とす虞があると懸念される。

<sup>36</sup> 溜箭将之「証券流通市場と民事責任—英米私法の損害論が示唆するもの（下）」NBL 996 号 61 頁（2013）。しかし、溜箭教授は発行市場における不実開示と流通市場における不実開示との齟齬については立法論上の調整ではなく、投資家の損害額の認定、被告の主観的状況及び因果関係などの法的要件についての解釈で調整すべきであると考えている。他にも損害についての判断により流通市場における発行会社の責任を調整する学説がある。例えば、潮見佳男「資産運用に関する投資者の自己決定権侵害と損害賠償の法理—西武鉄道事件最高裁判決における損害論の検証」『松本恒雄先生還暦記念・民事法の現代的課題』524-525 頁（商事法務、2013）では、不法行為のレベルにより損害二分論を分析した学説がある。

対する信頼を保護することである<sup>37</sup>。しかし、上記の通り、抑止目的の観点から現行制度は発行会社に流通市場において防ぎきれない不実開示リスクを回避するための過大な負担をかけることになり<sup>38</sup>、不実開示行為に対してどれだけの抑止的な効果を生じるかについては疑問があるだけでなく、投資家救済の観点から発行会社に重い責任を課すことは合理的であるか、新たな社会負担を生じることにならないかという懸念もある。

### 第3節 不実開示民事訴訟の損害賠償目的に関する議論

発行市場において発行会社は証券の募集・売出しから不実開示により高められる利益を取得したと評価できる以上、投資家に原状回復的な損害賠償請求権利を認めても不当ではないと思われる。しかし近時においては、筆者と同じような観点に立ち、発行会社が証券取引に参加しない流通市場の証券取引において一部の投資家が不実開示に影響されて不利益を被ることについて、発行会社が賠償責任を負うのは発行会社の残存株主が当該不利益を引き受けることになるのではないかなど、損害賠償目的の観点からも流通市場における発行会社責任規定の合理性を問う見解が展開されている。

---

<sup>37</sup> 加藤・前掲（注11）843頁、岩原・前掲（注5）135頁〔神田発言〕。

<sup>38</sup> ドイツでは、不実開示について発行会社に無過失責任を課さなかった理由として、無過失責任を課すことはかえって発行会社から不実開示を防ぐインセンティブを剥奪することになる。つまり、もし発行会社が注意を払ったとしても、払わなかったとしても同じく責任を負担させられることになるなら、負担しないほうは合理的であると発行会社が考える。田中・前掲（注27）871頁に参照。そして、田中教授によると、発行会社にとって合理的な考え方は、注意を払うコストと注意を払わないで不実開示責任を負わされるコストを比較考慮した上、最適な活動水準を選択することであるから、ドイツの立法者の観点は疑問があるように見える。当該ロジックによっても、会社に無過失や立証責任の転換された過失責任を課す制度は、会社に求める注意義務のレベルはただの過失責任制度において求められる注意義務のレベルより遥かに高いと考えられる。責任を回避するにはより高いレベルの注意義務を果たさなければならなくなり、より多いコストも投入しなければならないことになるから、ドイツのように無過失責任制度の下で、発行会社は注意を払わないことを当然に選択するとまでは言わなくても、注意・活動水準を選択する際に注意を払わないことを選択するインセンティブが高いのではないと思われる。もしこのような厳しい責任制度が定着すれば、発行会社にとっては責任を回避するために莫大なコストを投入することより、むしろ不実開示訴訟を一つの事業リスクとして捉えて保険に求めることが合理的であろうと考えられる。しかし、その方向に行くなら、将来的には後述のアメリカ現行制度と同様の問題が生じる虞があると思われる。



## 第1款 投資家間の利益移転

市場の投資家は利用可能な情報を用いて発行会社の株主となる場合に受け取る将来利益に関して自らの予測を形成して投資判断を行なうことになる。株価は個々の投資家の「将来予想」によって決まり、投資家が発行会社に関する同じ情報を把握しても発行会社に属する業界に関する予想や発行会社経営陣の経営能力に対する信頼によりそれぞれ違う投資判断を形成し、これから発行会社が成長するにつれ、その株価が上昇するだろうと見込む者は買う選択をするのに対して、これ以上上昇することはないだろうと見込む者は売る選択をすることで、投資家間の取引により流通市場が形成されることになる。そして、大型な発行会社により発行される証券ほど、投資家や情報分析専門家の注目が大きく、発行会社が継続的に虚偽の情報を公表しない限り、虚偽情報により生じる証券価格のつり上げは他の真実な情報により修正されることになる。流通市場の証券取引はたくさんの不確実な要素により影響され、不実開示は平等な投資家間においてランダムな利益移転を生ずることになる<sup>39</sup>。従って、不実開示から損失を受けた投資家に対する賠償責任を発行会社に課すことは、発行会社の残存株主の損失により経営者が投資家を騙して行なった不実開示が生じる損失を補填することになると考えられ、損害賠償目的から見ても発行会社に不実開示責任を厳しく追及することは不合理である<sup>40</sup>。

---

<sup>39</sup> 利益移転の点について同じような考え方を取る学説としては田中・前掲（注27）879-80頁、近藤光男「判批」商事法務1846号14頁（2008）、加藤・前掲（注26）303頁以下もある。流通市場において不実開示が生じる損害を不実開示訴訟の原告投資家が被る損害として捉えるより、社会的損害の観点からみると、不実開示が行なわれることにより、一部の投資家が損をするのに対して、市場にあるもう一部の投資家が得をすることが考えられるから、市場全体から見ればただの投資家間の利益移転となり、何らの損害も生じないことになる。社会的な損害（例えば、経営陣に対する不信感や発行会社の社会的名誉の失墜や不実開示の発覚に伴うスキャンダルや罰金等が考えられる）が生じたとしても、それは発行会社に集中していることが考えられる。

<sup>40</sup> 若杉・前掲（注34）。ほかにも株主間の利益移転について、発行会社残存株主の負担で不実開示から損を受けた投資家に救済を与えることの合理性について疑問を呈する説がある。岩原・前掲（注5）138-139頁〔藤田友敬発言〕。一方、流通市場における不実開示について「取得時差額」を上回る下落額について原告投資家の賠償請求を認めるべきかどうかについて、会社法上の観点からみれば、この部分の下落は会社に生じる損害として見るべきであり、原告投資家が株主としての一般的な地位に基づいて被った損害として評価すべきであり、それについて発行会社の損害賠償責任を認めたら、株主間の財産移転や債権者の利益侵害の問題が生じることになり、金商法よりむ

## 第2款 不実開示発覚後の株価下落の発生要因

不実開示の発覚により生じる発行証券の市場価格下落の要因について分析を加え、発行会社はそのうちのどの要因による下落について損害賠償責任を負うべきかに関して検討した学説がある。具体的には、市場価格の下落要因は、主に①不実開示によりつり上げられた分の剝落、②不実開示の発覚により生じる発行会社の信用毀損、不実開示民事訴訟に費やされる訴訟コストや、課徴金などの間接損害、③不実開示発覚に対して市場の過剰反応（ろうばい売り）、④不実開示訴訟による巨額の賠償金を命じられる見込み、⑤不実開示により生じる上場廃止の見込みなどがあると説明されている。①の下落は前記の通り投資家間における利益移転として説明できるように、③による下落は株主の不合理な行動により株価下落分であり、投資家間における利益移転として説明できる。②の下落は発行会社に負担させると、発行会社に二次的な損害を加えることになる。④による下落は「不実開示と相当因果関係のある通常予想される事態」として、ライブドア事件<sup>41</sup>のように評価される可能性が相当あるとするが、訴訟が提起される見込みによる下落分についての賠償責任を認めると、スパイラル的な下落を生じることが考えられ、理論上には発行会社に対して責任追及を選択する投資家が多数になれば、株価は0円まで落ちることも考えられるので、その分の損害を発行会社に求めるべきではない。⑤の上場廃止による流動性低下の見込みによる下落は社会的損害として評価できる一方、発行会社は株主の利益を優先して自社財産価値の維持や増大を目的にして不実開示を凶っていれば、この部分だけについて発行会社の損害賠償責任を認めるべきである<sup>42</sup>。

## 第4節 現行制度に存在する問題点

上記の通り、日本では不実開示について投資家救済を主な目的として発行会社の民事責任を不実開示民事規制の中心として制度設計してきた。確かに投資家の市場信頼の保護や不実開示抑止効果の達成などの観点から見ると、発行会社の損害賠償責任制度の有用性を完全に否定することはできない。しかし、不実開示行為への抑止の観点と投資家に対する損害賠償の観点からみれば、発行市場はともかく、流通市場における不実開示の責任を発行会社に

---

しる会社法上の代表訴訟により処理するほうが妥当であると指摘する見解がある。ライブドアにおける岡部裁判官反対意見、白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討（下）」商事法務1972号15頁（2012）。

<sup>41</sup> 前掲（注11）ライブドア最高裁判決。

<sup>42</sup> 田中・前掲（注27）880~889頁。

負担させることは、抑止手段としてどれだけの効果を発揮することができるかについて疑問があるだけでなく、不実開示が訴訟原告となる投資家に与える損害と不実開示が社会に与える損害は必ずしも一致するわけではないという前記の分析から、発行会社の損害賠償責任を不実開示に対する主な民事規制として捉えるのは社会全体から見れば、コストの大きい規制手段ではないかと思われる。近時において、これらの問題を意識しながら、発行会社の不実開示責任を軽減すべきであるという声が上がリ、平成 26 年の金商法改正が行なわれることになった。しかし、日本現行の不実開示民事制度は以下の点においてまだ問題があると筆者は考えている。

第一に、発行会社は投資家から資金調達を行なう目的を達成するために、発行会社や証券に関する情報を投資家に開示することにより、証券の募集・売出しの勧誘を行なっている。発行開示において不実の情報が織り込まれていることにより、発行会社はそれによりつり上げられた価格で不当な利益を得ることができるが、継続開示に含まれる不実開示にはそのような効果を達成することができない。現行の金商法は必ずしもこの点を意識していないのではないかと思われる。金商法における発行会社の不実開示規定は、証券を取得する投資家の性質により、発行市場における民事規制と流通市場における民事規制に分けて設定されているが、不実開示の意図と効果に鑑みれば、発行会社の民事規制については発行市場向けの発行開示と流通市場向けの継続開示を分けて考えるべきではないかと思われる。発行開示に含まれる不実開示については原則として発行価格を限度に、投資家に対する発行会社の原状回復的な性質を有する賠償責任を認めるべきであるが、継続開示に含まれる不実開示については、不実開示に関わる事項の重大性、発行会社の有責性、不実開示により得られる利益<sup>43</sup>の帰属などの要素を総合考慮した上で、発行会社の賠償額を判断すべきではないかと思われる。そして、発行開示についての無過失責任規定も厳格に発行市場に限定すべきではなく、一定の要件の下で、救済を求める原告適格を流通市場の投資家に拡大すべきであると思われる<sup>44</sup>。

第二に、前記の通り、日本においても不実開示民事規制の抑止目的と損害賠償目的という二つの面から流通市場における発行会社の民事責任について分析を加え、流通市場における不実開示民事訴訟が生じる投資家間の利益移

---

<sup>43</sup> この利益は、市場投資家が不実開示により得られる利益を意味するわけではなく、発行会社またはその役員等がどのような利益を企図して不実開示を行なったか、結局誰がその利益を得ていたかという問題を解明する際に問われる利得のことを指している。

<sup>44</sup> ただし、この点については現代日本における証券取引の仕組みと強く関係し、本稿では具体的な政策提言を行なわないこととする。

転を意識し、発行会社の無過失責任制度に存在する不合理性を指摘した学説<sup>45</sup>が徐々に有力になり始めたが、まだ十分に議論されていない部分が多いと思われる。本稿はこの点に関してアメリカにおける議論を整理・紹介し、流通市場における不実開示について発行会社に大きな責任を課すべきではないという観点の理論的土台として捉える。

第三に、平成 26 年の改正は発行会社の責任を流通市場における不実開示の責任規制主体から除外することではなく、無過失責任から過失責任に改めることにしたにとどまる。過失責任とは言え、原告が発行会社の過失を積極的に証明するより、発行会社は過失が存在しないことを証明できない限り、不実開示責任から免れることができない。しかし、平成 25 年 12 月 25 日付の金融審議会報告書において指摘された通り、発行会社の過失とは何かという問題自体はかなり議論する余地があることであるのに、発行会社は無過失を証明するために、不実開示について当該発行会社の役員等に過失がないことで足りるのか、従業員を含む発行会社全員に過失がないことが基準となるかという問題が不明である状況下では、法律立案者は発行会社保護の意識を抱えて明確な免責基準を定めない限り、無過失について訴訟当事者の間に存在する攻防戦は圧倒的に被告側にある発行会社に不利であり、今回の改正は発行会社を延々と続く訴訟戦の泥沼に引きずり込ませる効果しか生じないと言わなければならない<sup>46</sup>、流通市場における発行会社の不実開示責任リスクは今回の改正により実質的に軽減されたとは思わない。

第四に、金商法は投資家が市場に対する信頼を保護するために、不実開示行為が公正な市場価格の形成を妨げることの違法性から、不実の情報開示が証券の市場価格に織り込まれ、市場において売買する投資家がそれにより影響を受けたことを前提に、発行市場と流通市場における民事規制のいずれにも、不実開示と投資家により行なわれた証券取引の間の因果関係について原告投資家に立証責任を求めている。そして、上記の不実開示の可罰性から、当該取引上の因果関係に関する前提について、被告会社に損害額認定の段階において金商法 21 条の 2 第 5 項という反証するチャンスを与えているとは言え、日本において不実開示訴訟の判例はまだ多くなく、実例をもって説明することができないが、「虚偽記載発覚後に生じる下落額の全部」が不実開示と相当因果関係のない事情により生じるものについて立証することにより、不実開示責任を免れることはほぼ不可能に近いのではないと思われる。こ

---

<sup>45</sup> 前記第 2 節 日本における不実開示民事訴訟の抑止目的に対する議論と第 3 節 日本における不実開示民事訴訟の損害賠償目的に対する議論を参照。

<sup>46</sup> 「流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任の過失責任化の影響」商事法務 2029 号匿名記事 86 頁（2014）。

の点に関しても、現行制度は発行会社に過酷な責任を負わせているのではないかとと思われる。

第五に、前記の通り、平成 17 年改正前においても証券取引法は発行市場における不実開示と流通市場における不実開示に対して、それぞれの民事責任規定を定めていたとは言え、利用されることはあまりなかった。このような状況は以前アメリカにもあったが、アメリカでは集団訴訟制度を導入することによりこの問題に対応していたのに対して、日本は投資家が不実開示訴訟を提起するインセンティブを高めるために、発行会社の責任規定に着眼し、投資家が発行会社に対して不実開示訴訟を提起する法的要件を容易に設定することで、不実開示民事訴訟が次第に提起されるようになった。前記抑止目的について論じた通り、発行会社に重い責任を負担させた後に、発行会社がまた役員やゲートキーパーなど他の不実開示に関与した者に対して求償することに依拠して抑止目的を達成することにどれだけの実効性があるかは疑問である。一方、損害賠償目的の部分について論じた通り、流通市場における不実開示により投資家間の利益移転が生じるが、社会に与える損害はそれほど多くなく、一部の投資家の損害を発行会社の残存株主である投資家に負担させることは不実開示が生じる利益移転を回復させることにならないだけでなく、不実開示による被害をさらに拡大するものと考えてもよいと思われる。確かに、発行会社が法律に基づいて公表した開示書類に不実の情報が発見された以上、発行会社が何らかの責任も負担しないのは不当であると思われるが、現行制度の下で、投資家が自己の損失に十分な賠償を得る目的で、発行会社を責任追及の対象として選ぶのは当然であり、発行会社が倒産して賠償資力を失わない限り、不実開示に関与する他の者に対して責任を追及することはめったにない<sup>47</sup>。従って、現行制度は発行会社に対する規制が過重であるのに対して、不実開示に関与する役員や他のゲートキーパーに対する規制は不十分であると言わなければならない。

第六に、平成 16 年改正において発行開示に含まれる虚偽記載について課徴金制度が導入され、平成 17 年改正に流通市場向けの継続開示に含まれる虚偽記載についても課徴金の適用が認められることになった。その後、不実開示を巡る一連の課徴金事例が続出した。しかし、現行の課徴金制度において、発行会社が証券取引等監視委員会による調査、審判手続を経てから内閣総理大臣から課徴金納付命令を受けたら、それに従って国庫に収めることとなる。近時の不実開示判例のいずれの事実背景を見ても、不実開示に関わる事

---

<sup>47</sup> 東京地判平成 24 年 6 月 22 日金判 1397 号 30 頁。アーバンコーポレーション会社が民事再生手続に入ったことを原因に、投資家が取締役に対して責任追及を行なうことにした。

項が重大かつ悪質であり、刑事追訴や課徴金調査が公になった後に、投資家に訴えられた事件であり、仮に過失責任制度の下でも発行会社はこれらの不実開示について過失はないと認められることはないと思われる。もしこの程度の悪質さに至らず、発行会社は不実開示についてどれほどの有責性があるかということについては不明のままの場合、発行会社が不実開示について課徴金を納付した後も、投資家に対して巨額の損害賠償金を支払わなければならないことを考えると、発行会社は同じ事件について二回も罰せられることになるのではないかとと思われる。課徴金制度と不実開示民事制度の関係についてはさらなる調整を行なうべきではないかと考えられる。

## 第2章 本稿の方法論

以上の問題を踏まえて、本稿は、アメリカの不実開示民事責任制度の変遷と現状を分析することによって得られる視点を以て、日本の不実開示現行制度に存在する問題点について解決策を探ることを目的とする。本稿は証券市場における不実開示問題を発行市場と流通市場という二つのカテゴリーに分けて分析し、発行市場における不実開示については、発行会社は不実開示に影響された証券発行から得られた利益を損害賠償金として投資家に返還することとし、発行会社に無過失責任を課すことは合理的であると思われる一方、流通市場の場合、不実開示に影響された証券取引に参加しなかった発行会社の残存株主に不実開示の責任を負担させるのは不当であると考え、今回の改正のように発行会社に立証責任の転換された過失責任を課すのでは不十分であるという観点を取る。アメリカの議論を参照して情報開示の意義を論じた上で、発行市場と流通市場における不実開示問題について、それぞれの場合に発行会社はどのような責任を負担すべきであるか、流通市場における不実開示責任を発行会社に課すのは合理的であるか、誰を責任主体として設定すれば投資家の損害賠償目的と不実開示行為の抑止目的の間で最も均衡を取ることができるか、民事訴訟は不実開示問題を解決するための最善策であるか、さらに課徴金制度という行政処分と民事訴訟制度という私的な救済制度の関係をどのように調整すればいいかという一連の問題に関して答えを探りたいと考える。

また、本稿はアメリカの証券市場における不実開示規制民事制度を比較法研究の対象として取り上げる理由として、日本の不実開示規制民事制度は元々昭和23年にアメリカ33年法を参照して制定されたこと<sup>48</sup>以外に、株式会社の仕組はヨーロッパで誕生して発展したとは言え、20世紀に株式市場の中心はヨーロッパからアメリカに移行したこと<sup>49</sup>に加え、アメリカにおいて証券発行市場を規制する1933年法と流通市場を規律する1934年証券取引所法（以下では、1934年証券取引所法を34年法に略称する）が制定されて以来、証券市場の成熟化と証券市場を研究対象とする経済学理論の発展に対応して、幾つかの重大な法改正が行なわれたことと重要な連邦最高裁判所の判断が下され、不実開示民事責任を規制する33年法11条と34年法10条(b)項及び規則10b-5に基づく訴訟がアメリカにおいては非常に盛んであるから、不実開示民事規制についてアメリカは充実な理論研究と豊富な実務経験を積んできたと考えられる。本稿は近年におけるアメリカ証券市場における情報開示制度を整理した上で、アメリカ証券市場における不実開示を発行市場と

<sup>48</sup> 北村・前掲（注14）7-8頁。

<sup>49</sup> 大村敬一＝俊野雅司『証券論』45頁（有斐閣、2014）。

流通市場という両方の場合に分けて、両市場における不実開示民事責任問題の違いに留意し、それぞれの発展の軌跡、変遷の背景又は政策上の考慮を明らかにした上で、両国の法制度に存在する相違を意識しながら、日本の現状に適する最も合理的な不実開示規制制度について提言することとしたいと考える。

本稿の本論に入る前に、以下の点を予め断っておきたいと考える。

第一に、日米の訴訟制度上の相違点について説明しておきたいところがある。アメリカにおいては、証券訴訟においてクラスアクションの適用が認められるから、不実開示に関するクラスアクションも他の一般的なクラスアクションと同様に、原告側弁護士がクラスアクションを提起してから、ディスカバリーという証拠開示手続とヒアリングの二段階手続を経てから、裁判所はクラスアクションについての承認判断を下すことになる。そして、証券市場における不実開示を巡る訴訟のクラスアクションの原告側承認請求が一旦認められたら、莫大な賠償金額が認められる可能性が生じることになり、原告の立場が被告の立場より圧倒的に強くなる<sup>50</sup>。さらに、法律に関する争点について裁判官は訴訟前であるか進行中であるかにかかわらず、当事者勝訴の略式判決を下すことができる<sup>51</sup>。アメリカの不実開示訴訟においては、原告による訴えが却下される場合、クラスアクションが承認されない場合<sup>52</sup>と、被告勝訴の略式判決が下される場合<sup>53</sup>以外では、ほとんどの訴訟は終局判決に至らずに和解により終結されることになる。本稿第2部アメリカ法の部分において取り上げた判例もほとんどは被告の不実開示責任を判断した終局判決まで至らなかった事件である。本稿の目的はアメリカにおける不実開示民事責任制度に関する議論と規制現状を考察することであり、解釈論の観点から具体的な法的要件について比較研究を行うことではないから、訴訟段階の差異は問題とならないと思われる。

第二に、アメリカと日本の法律制度、経済状況や社会文化など様々な点において各自の特質を有しているとは言え、上場会社の情報開示制度と上記で述べた不実開示制度においては多数の共通点があると考えられる。証券発行

---

<sup>50</sup> 関戸麦『日本企業のための米国民事訴訟対策』226-228頁（商事法務、2010）。

<sup>51</sup> 浅香吉幹『アメリカ民事手続法（第2版）』4頁（弘文堂、2008）。

<sup>52</sup> 藤林大地「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同志社法学63巻4号163頁（2011）。

<sup>53</sup> 黒沼悦郎「有価証券届出書に対する元引受証券会社の審査義務」岩原伸作＝山下友信＝神田秀樹編『会社・金融・法〔下巻〕』352頁（商事法務、2013）。



会社が不実開示を行なうことは文化や法制度という国の特質に特に深く関係することはなく、比較的単純であり、どの国においても簡単に想像できるケースであると思われる。しかし、もともと同じような出発点から、どうしてアメリカと日本の不実開示規制状況はこのように違いがあるのかということとはきわめて興味深い問題であると思われる。本稿は不実開示民事制度の抑止目的と損害賠償目的の観点から、不実開示訴訟の性質と流通市場における不実開示について最もふさわしい規制制度についてアメリカの議論を参照・分析することにする。アメリカではこれらの不実開示の本質と不実開示訴訟が生じる社会問題に対して、どのような法改正または判例法上の対応をしてきたかについて整理・分析したい。従って、本稿はアメリカにおいて不実開示規制制度の全体像から、制度の変遷と現状分析を中心にし、訴訟における不実開示責任主体が確定された後の段階において裁判所が責任額を判断するために分析する因果関係と損害額の認定の部分に深入りしないこととする。さらに、本稿の立場は不実開示の性質から見れば、発行会社に重い賠償責任を課すべきではないと主張するので、アメリカの制度の下で、発行会社が具体的にどのような場合に不実開示について責任を負うべきであると判断されたのかについて分析することを目的にするから、流通市場の不実開示を規制する 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件であるサイエンタという詐欺的意図についても、サイエンタとは何かという基本的な問題を整理した後、どのような状況において発行会社にはサイエンタがあると認定できるかについて詳しく分析したい。さらに、日本の現行制度の下で、発行会社の不実開示責任が認められるリスクと訴訟により認定される責任額がアメリカに比べて多いとは言え、アメリカでは証券訴訟分野においてクラスアクション制度が適用されるから、不実開示訴訟が非常に盛んであり、アメリカ上場会社が 10b-5 訴訟に備えて D&O 保険を購入するのは一般的であり、10b-5 訴訟の被告となるほとんどの発行会社が D&O 保険金により和解金をカバーしている。保険料を支払うのは発行会社であることを考えると、アメリカの不実開示民事制度のもとでも、最も大きな不利益を甘受しているのは発行会社であると思われる。それに応じて、アメリカはこのダメージを軽減するために、10b-5 訴訟の提訴要件を厳しくするまたは 10 条(b)項及び規則 10b-5 の規制対象を縮小する PSLRA を実施することになった。本稿は 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件である重大性についても一考察を加えるが、論文全体の趣旨から外れないため、現行制度のもとで、発行会社がどのような不実開示をしたら 10b-5 責任リスクを有するかについて紹介・分析したい。

### 第3章 従来の議論との関係

昭和46年証券取引法改正において流通市場における不実開示規定が導入されて以来、流通市場における不実開示について発行会社はどのような責任を負担するのが妥当であるかについての議論は止まらなかった。平成17年改正において、流通市場における不実開示について発行会社の責任規定が不実開示民事規制の実効性を高める手段として設けられてから、不実開示民事訴訟が増える一方で、流通市場の不実開示について発行会社に責任を負担させることからどのような問題が生じるかについての研究が再び盛んになり始めた。本稿は前に紹介した不実開示民事訴訟の抑止目的と損害賠償目的の先行研究を参照した<sup>54</sup>上で、同課題に関するアメリカの議論との重なりと違いを意識しながら、先行研究がまだ触れていない視点を紹介したい。

証券市場における不実開示問題について従来の議論は、不実開示民事訴訟の原告である投資家が不実開示から受けた損害についてどのような基準を用いて認定すれば合理的であるかに集中しているように見受けられる<sup>55</sup>のに対して、本稿はこれらの議論を踏まえて、不実開示責任を発行会社に負担させるのが妥当であるのか、特に流通市場における不実開示について、発行会社に不実開示民事責任を負担させることは損害賠償目的と抑止目的を達成することができるのかについて疑問を持ち、現代のアメリカにおける不実開示規制の変革を参照して<sup>56</sup>、不実開示規制の法制度設計について論じたいと考える。本稿の議論はあくまで不実開示について、発行市場及び流通市場のそれぞれの場面において、どのように責任設計を設けたら各責任者のバランスを取れるかについて論じることを目的とするので、責任が認定された後における損害額の算定の問題については深入りせず、将来の研究テーマにしたい。

---

<sup>54</sup> 前記第1章第2節と第3節参照。

<sup>55</sup> 今川嘉文「上場会社の不実開示と損害論」神戸学院法学 38 巻 3・4 号 83 頁以下 (2009)、黒沼＝永井＝中村＝石塚・前掲 (注 15) 6 頁以下、加藤・前掲 (注 26) 303 頁以下 (2011)、加藤・前掲 (注 11)。

<sup>56</sup> アメリカの不実開示民事責任制度に関する先行研究として、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. Broudo* 判決とその示唆を中心に」福岡大学法学論叢 53 巻 4 号 329 頁以下 (2009)、藤林・前掲 (注 52)、溜箭将之「証券流通市場と民事責任—英米私法の損害論が示唆するもの」(上)(下) NBL 995 号 27 頁以下、996 号 56 頁以下 (2013)。

## 第4章 本稿の構成

本稿は前記の不実開示に関する日本の規制の現状と議論を念頭に置きながら、アメリカの発行市場と流通市場における不実開示訴訟に関する理論研究と制度変遷及び規制現状を整理したい。第2部アメリカ法の部分において、まずは発行市場における不実開示制度を整理する。次は発行市場と流通市場の違いを踏まえて、流通市場における不実開示が生じる損害、抑止目的と損害賠償目的からみれば法人責任とエージェント責任のどの責任制度を規制中心に制度設計したほうが効率的な制度であるかについてアメリカの議論を考察する。その後では、流通市場における不実開示を規制する制度の変遷を整理しながら、発行会社はアメリカの制度の下でどのような責任を負わされているか、またはどのようなリスクを負っているかという問題を明らかにし、流通市場においてアメリカの現行制度の下で、不実開示に関与した教唆・幫助者という二次的な責任者はどのような規制を受けているかについて考察する。

最後の日米比較の視点から見る日本の不実開示民事規制の部分では、まず日本法の不実開示規制制度を整理しながら、アメリカ法の考察から得られる視点を用いて、アメリカと日本の不実開示規制範囲、政策目的などの点においてどのような違いを有するかについて考察を加える。その上で、日本の不実開示規制制度について、筆者が最も問題点として本稿において取り上げたいのは流通市場における不実開示について発行会社の責任が過大である主張であり、アメリカと日本は不実開示についての規制方法以外にも、民事訴訟手続とD&O保険の状況の点に存在する相違を念頭に置きながら、アメリカの不実開示に関する法規制の中で、どのような規制手法が日本で参考とすることができるかについて分析を加えたい。

## 第2部 アメリカ法

### 第1章 序論

#### 第1節 アメリカの情報開示規制の変革と現状

1933年法と1934年法は制定されてから既に80年が経過した。アメリカ資本市場の流動性と情報の透明性が次第に高まっていくにつれ、証券市場の本質、特に株価と情報の関係についての経済研究も著しく進化していくことになる。それに応じて、アメリカの証券発行制度、情報開示制度や不実開示についての規制制度もこれらの状況に対応できるように改革が行なわれた。

#### 第1款 発行開示から継続開示へ

本来、アメリカの上場会社による情報発信の主な手段は、会社が証券を登録発行する際に行なう情報開示である<sup>57</sup>。33年法の定めにより、発行会社がSECに提出する発行登録開示書類に重大な不実情報が含まれている場合に、発行会社がそれに対して厳格な無過失責任を負うこととし<sup>58</sup>、開示書類に署名した個人や証券発行を引き受けた投資銀行も自らがデュー・ディリジェンスを果たしていたことを証明できない限り、賠償責任を負わされることになる<sup>59</sup>。

当該制度が発行会社に厳しい責任を課す一方、証券訴訟においてクラスアクション制度の適用が認められるようになったことを原因に、1960年代の半ばから11条集団訴訟が急増するようになった<sup>60</sup>。さらに、33年法と34年法に定められた発行開示制度と継続開示制度には重複する部分が多いから、莫大な開示コストが発生することになり、証券発行を図る会社はアメリカに上場するより海外のユーロ市場に上場することを選択することが一時的にブー

---

<sup>57</sup> Merritt B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 *Colum. L. Rev.* 237, 241 (2009).

<sup>58</sup> 15 U.S.C. § 77k(a).

<sup>59</sup> 発行会社以外の各過失責任を負う者は33年法11条に該当する行為について連帯責任を負う。しかし、社外取締役は33年法21D(f)により、発行登録書類に含まれる内容が虚偽であり又は重要な情報を省くことにより投資家に誤解を招きやすい表現になることを知っている場合でない限り、各個人被告と連帯責任を負わない。Section 11(f)(1), 15 U.S.C. § 77k(f)(1); Section 11(f)(2)(A)(2000); Section 21 D(f)(2)(A), 15 U.S.C. § 78u-4(f)(2)(A); Section 21D(f)(3)(A)( i ); Section 21 D(f)(2)(B)( i ), 15 U.S.C. § 78u-4(f)(2)(B)( i ); Allan Horwich, *Section 11 of the Securities Act: The Cornerstone Needs Some Tuckpointing*, 58 *Bus. Law.* 1, 14 (2002).

<sup>60</sup> Horwich, *supra* note 59, at 5.

ムとなった<sup>61</sup>。それに応じて、アメリカ政府は証券発行会社による情報開示を規制する制度に対して、大型発行会社に便宜を図るような一連の改革を行い、証券登録を中心にする制度から情報発信源である会社登録を中心にする制度に変更するようになり、大型の公開会社は一回登録した後に定期的な情報開示において新しい情報を補足すれば十分であるようになったため、アメリカの上場会社による情報開示の主な手段は当初の発行開示から継続開示に移行するようになった<sup>62</sup>。

それだけではなく、不実開示を規制する法制度にも一つの重大の変革が引き起こされた。それは、34年法10条(b)項及び規則10b-5の法的要件である信頼要件について Fraud-on-the-Market 理論の適用が認められることである<sup>63</sup>。当該理論により、投資家が10条(b)項及び規則10b-5に基づいて発行会社に対して大型の集団訴訟を簡単に提起できるようになった（以下では、10b-5訴訟に略称する。そして、本稿において10条(b)項及び規則10b-5に定められる民事責任は10b-5責任に略称する）。アメリカの上場会社は旧開示制度の下で常に厳格な無過失責任リスクを負担しなければならないことから解放されるようになったとは言え、新開示制度の下では10b-5訴訟リスクを常に意識しながら、継続開示に慎重な注意を払わなければならないようになった。不実開示から損害を受けた投資家に10b-5訴訟という手厚い保護を与えることで、証券発行会社に威嚇的な効果を生じて不実開示がないように監督・監視する仕組みを立てるように促しているかもしれないが、このような法制度設計には一つの大きな問題が潜んでいる。

## 第2款 流通市場における不実開示民事訴訟が生じる利益循環

不実開示に対する責任問題を規制する法制度を設計する際には、不実開示から悪影響を受けた投資家への損害回復目的と不実開示行為への抑止目的という二つの目的を念頭に置かなければならないことはアメリカの法学者により常識として一般的に認められている。10条(b)項及び規則10b-5は元々SECが不公正な証券取引行為を行なう者の責任を規制する権限を認めるために制定されたが、損害を受けた投資家を救済するために、裁判所により黙示的な民事訴訟原因としても認められた<sup>64</sup>。当時において、損害回復目的は10b-5

---

<sup>61</sup> Donald C. Langevoort, The Future Content of The U.S. Securities Laws: Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment, 63 Law & Contemp. Prob. 45, 45 (2000).

<sup>62</sup> Fox, *supra* 57, at 243.

<sup>63</sup> *Id.*, at 246-47.

<sup>64</sup> Kardon v. National Gypsum Co. 69 F. Supp, 512 (E.D.Pa 1946); Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Cas. Co., 404 U.S. 6, 13 n.9 (1971).

民事訴訟の第一次的な目的だと考えられていた<sup>65</sup>。投資家が損害賠償を目的として 10b-5 訴訟を提起する際に、被告として選択したいのは当然に最も賠償資力のある相手方だと考えられるから、証券市場に上場する発行会社が自然にその最適者であるように見える。しかし、流通市場は投資家が上場会社により発行された証券を売買する取引により成り立っている市場であるから、発行会社は流通市場における証券取引に参加しないので、たとえ不実開示により株価が高騰した結果、一部の証券投資家が株式の真の価値以上の価格で株式を取得したとしても、発行会社がこの不当に高まった価格を取得したわけではない。不実開示により不当につり上げられた価格と不実開示が行なわれない場合の公正な価格との差額は流通市場に参加する善意の投資家に取得されたことになる。それにもかかわらず、発行会社に損害賠償責任を負担させることは発行会社に残った株主に一部の投資家が不実開示から受けた損害を補填させることを意味する。つまり、10b-5 訴訟は実際に株主間の利益移転という Circular 問題を生じさせている。情報開示の本質を分析すると、発行会社が不実開示から実質的な利益を得ることは考えにくく、不実開示を計画するのは何らかの個人的な利益を目論んでいる発行情報について決定的な権限を有する個人役員などの者である。これらの者は責任の解明や発行会社と自分に対してそれ以上の損害を与えることを恐れて、終局判決が出される前に和解に持ち込むのがほとんどの 10b-5 訴訟の結末であり、個人役員が支払った和解金さえ、最後は D&O 保険によりカバーされている<sup>66</sup>。以上の分析から見ると、10b-5 訴訟が投資家の損害回復目的を果たすことは期待できないだけでなく、真の法律違反者に制裁を加えることで不実開示行為への抑止目的を達成することも期待できない。10b-5 訴訟により発行会社に過大な責任リスクを課さないという考慮と不実開示から損害を受けた投資家に救済を与えなければならないという政策的な考慮との均衡を保つために、流通市場における不実開示責任を規制する制度をどのように調整するのかは裁判官と法学者に残された大きな課題である。

### 第 3 款 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 の変遷

#### 一 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件を緩和的に解釈するアプローチ

発行市場における不実開示を規制する 33 年法 11 条と違って、一種の不正証券取引行為として流通市場における不実開示を規制する 34 年法 10 条(b)

---

<sup>65</sup> Barbara Black, Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?, 63 Bus. Law. 317, 318 (2008).

<sup>66</sup> John C. Coffee, Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation, 106 Colum. L. Rev. 1534, 1546 (2006).

項及び規則 10b-5 の法的要件は裁判所が形成した判例法理により確立されてきたので、10b-5 判例法理の変革も各時代の経済、政策及び学術研究の状況から強く影響を受けてきた。

1946 年の *Kardon* 判決が出された後に、10 条(b)項及び規則 10b-5 が黙示的な民事訴訟原因としての役割が確認されるようになり、投資家原告に救済を与えることを重視し、10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件を広く解釈するアプローチが取られてきた<sup>67</sup>。この時期において最もブームの最高点にあるのは 1968 年に第 2 巡回区上訴裁判所により下された *Texas Gulf Sulphur* 判決<sup>68</sup>であり、FOTM 訴訟や第二次責任規制など現代アメリカ流通市場における不実開示規制制度の理論的土台を基礎付ける判決である<sup>69</sup>。*Texas Gulf Sulphur* 判決において、第 2 巡回区控訴裁判所は投資家保護という証券法の目的の観点から、一般投資家が発行会社により行なわれた不実開示から損害を被った以上、被告発行会社や個人被告が直接に証券取引に参加したかどうかや、如何なる目的を持って不実開示を行なったかに関わらず、発行会社と役員は不実開示について 10b-5 責任を負うべきであると判断した<sup>70</sup>。当該判決は 10b-5 訴訟から判例法理上の当事者関係性 (*privity*) を取り除くことにし、10b-5 訴訟は不実開示に関わっている者であれば、誰に対しても提起で

---

<sup>67</sup> Charles W. Murdock, *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders: The Culmination of The Supreme Court's Evolution from Liberal to Reactionary in Rule 10b-5 Actions*, 91 *Denv. U. L. Rev.* 369, 378-386 (2014).

<sup>68</sup> *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968)[本件は本論文が論じる不実開示だけではなく、34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 が規制する不公正証券取引の一種であるインサイダー取引の事実も絡んでいる。裁判所が本件において 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件を広く解釈することにより、インサイダー取引だけではなく、10 条(b)項及び規則 10b-5 の規制範囲そのものも膨らんだ。*Texas Gulf Sulphur* 社がカナダのティミンズ地域において鉱床を見つけて採掘作業を始めたところ、*Texas Gulf* 社従業員と取締役は公開市場において大量の株式を買い始めた。当該鉱床から採掘される鉱石の出来高が並外れたほど高いという噂が市場に流されているのに対して、*Texas Gulf* 社がそれを否定し、悲観的に聞こえるコメントを出した。しかし、僅か四日後に *Texas Gulf* 社が当該プレス・リリースの内容を覆し、当該鉱床の採掘状況がきわめて良好ということを発表した。SEC は *Texas Gulf* 社及び当該期間内に株式を買い集めた役員などの従業員に対して 10b-5 訴訟を提起して責任追及することにした]。

<sup>69</sup> Donald C. Langevoort, *The Future of Class Actions: Lies without Liars? Janus Capital and Conservative Securities Jurisprudence*, 90 *Wash. U. L. Rev.* 933, 948-49 (2013).

<sup>70</sup> See *Texas*, supra 68, at 861-62.

きる一般不法行為に類似する救済を与えるようになった<sup>71</sup>。従って、証券取引を直接に行なわなかった発行会社、役員、及びゲートキーパー達の責任も10条(b)項及び規則10b-5により追及することが可能になる。さらに、同じロジックで下されたBasic判決に基づき、市場にある発行会社の証券を取引した一般投資家も自らが不実開示に騙されて取引したことを直接に証明せずにFOTM理論に基づいて信頼要件についての立証を果たすことができるようになった<sup>72</sup>。

## 二 10条(b)項及び規則10b-5の規制範囲を狭めるアプローチ

10条(b)項及び規則10b-5の法的要件を広く解釈することで、原告投資家が10b-5訴訟を提起しやすくなるだけではなく、集団訴訟の適用が証券訴訟において認められることで、不実開示期間中に証券取引に参加して損害を被った投資家が積極的にオプト・アウトしないと自動的に訴訟参加として認められ、一人一人の損害が小額であっても10b-5訴訟の損害賠償請求額が莫大になること、役員と発行会社が同時に10b-5訴訟の被告になる場合に両者の間に存在する利益相反関係から役員が発行会社の意思決定機関として和解を選択させること、責任認定の終局判決が出ない限り、10b-5訴訟に費やした和解金がD&O保険のSide B、Side C保険によりカバーされることや、証券弁護士が一般的に和解金の25%を報酬として取得できるという実情があるのに対して、訴訟遂行のために多くのコストを費やさなければならない点を考えると、弁護士には早期に和解を達成させるインセンティブが大きいこと<sup>73</sup>などを総合考慮し、事後的に報酬を請求する証券弁護士は、不実開示責任を負担すべき相手が誰であるか、さらに不実開示があるかどうかにも関わらず、上場会社の株価に変動がある度に、和解金目的で10b-5訴訟を提起することが考えられる。金目当ての投資家や弁護士が発行会社をゆする目的で民事救済に当たらない濫訴を提起することを防ぐため、連邦最高裁と議会が判例法上の10条(b)項及び規則10b-5法的要件を解釈することと、立法活動を行なうことによって、10b-5訴訟の入口を狭めるアプローチを取った。

1975年に連邦最高裁により出されたBlue Chip Stamps判決をきっかけに、10条(b)項及び規則10b-5の法的要件を厳しく解釈する保守的なアプローチ

---

<sup>71</sup> David S. Ruder, Civil Liability Under Rule 10b-5: Judicial Revision of Legislative Intent?, 57 Nw. U. L. Rev. 627 (1963); David S. Ruder, Texas Gulf Sulphur-The Second Round: Privity and State of Mind in Rule 10b-5 Purchase and Sale Cases, 63 Nw. U. L. Rev. 423 (1968); Langevoort, supra 69, at 948-949.

<sup>72</sup> Langevoort, supra 69, at 949.

<sup>73</sup> John C. Coffee, Accountability and Competition in Securities Class Actions: Why "Exit" works better than "Voice", 30 Cardozo L. Rev. 407, 413 (2008).



を取るようになった<sup>74</sup>。Blue Chip Stamps 判決において、連邦最高裁は不実開示に影響される証券取引に参加しなかった者は 10b-5 訴訟を提起できないとすることを確認し、原告の適格を限定的なものとしていた<sup>75</sup>。そして、Ernst & Ernst v. Hochfelder において、裁判所は原告が被告の責任を追及するために、被告のサイエントを証明しなければならず、被告には過失 (negligence) しかない場合には 10b-5 責任を負わないと判断した<sup>76</sup>。さらに、学界は次第に証券発行会社に終局的な賠償責任を負わせがちな 10b-5 訴訟に潜んでいる circular 問題に気づき始め、連邦最高裁を始めとする裁判所と議会は circular 問題についての配慮を直接に表明しなかったが、10b-5 訴訟が発行会社に齎すコストを懸念し、10b-5 訴訟の規制範囲と 10 条(b)項及び規則 10b-5 判例法上の法的要件の解釈について今までにない原告投資家に厳しい修正を加えた。

1995 年に施行された証券民事訴訟改革法案 (Private Securities Litigation Reform Act) は、上記にいう学者達が 10b-5 訴訟について示した懸念を受け入れながら、10b-5 民事訴訟の社会的有益性も否定せず<sup>77</sup>、原告投資家と弁護士の間には存在するエージェンシー・コストの軽減や、10 条(b)項及び規則 10b-5 の規制範囲の縮減に主眼を置き、執行されてきた 60 年以上の間に積み上げた 10b-5 判例法理を投資家に親和的なアプローチから企業に親和的なアプローチに方向変更するように修正を加えた。例えば、原告弁護士が投資家利益より自分の利益を優先して被告会社や役員達と共謀して和解を成立させることを防ぐために、PSLRA は「リード原告」 (lead plaintiff) を設定し、10b-5 訴訟に参加する原告団の中で最も多くの株式を有する投資家が原告の代表として、原告代理弁護士を選任・監督する権限を与えた<sup>78</sup>。そして、10b-5 訴訟が濫用されることを避けるため、PSLRA が投資家の提訴ハードルを引き上げ、原告投資家が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて、責任を追及するためには、i 不実開示又は不開示の存在と被告により行なわれる情報

---

<sup>74</sup> Murdock, supra 67, at 386-394 ; Amanda M. Rose, Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship Between Public and Private Enforcement of Rule 10b-5, 108 Colum. L. Rev. 1301, 1320 (2008).

<sup>75</sup> Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975)[本件判断が下される前に、原告投資家が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて訴訟を提起するために、詐欺的な行為と証券取引の間に関連性要件を満たさなければならないということが原則として認められているが、例外を認める余地もある。しかし、連邦最高裁は本件判決において原告投資家が証券取引に参加した者でなければ、10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて損害賠償を求めることができないと明確に判断した]。

<sup>76</sup> Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).

<sup>77</sup> Michael A. Perino, Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?, 2003 U. Ill. L. Rev. 913, 918-19 (2003); H.R. Rep. No. 104-369, 31 (1995).

<sup>78</sup> Perino, supra 77, at 923-24.

開示が不実開示又は重要な事項を省いたことを推論できる理由を具体的に述べなければならない<sup>79</sup>、ii 被告がサイエントラをもつて 10 条(b)項及び規則 10b-5 に違反する行為を行なったことを推論できる十分な事実を述べなければならない<sup>80</sup>、iii 被告による不実開示と原告の損害の間には因果関係が存在することを主張、立証しなければならない<sup>81</sup>と定めた。さらに、発行会社の 10b-5 責任リスクを減少させるために、PSLRA は将来予想に関する記述を 10 条(b)項及び規則 10b-5 の規制対象から除くこととした<sup>82</sup>。既に述べたように、10 条(b)項及び規則 10b-5 に関するそれまでの判例法理の下で、市場投資家又は金目当ての弁護士が簡単に 10b-5 訴訟を提起できるようになるので、勝訴判決を目指さなくても、莫大な和解金も十分なインセンティブとなり、株価に変化が生じるたびに発行会社が 10b-5 訴訟リスクにさらされることになるから、PSLRA はこの問題を緩和するために制定されたものである<sup>83</sup>。しかし、それに対して、10b-5 責任を緩和する PSLRA の実施が、不真面目な 10b-5 訴訟を撃退できるとともに、一部の法的利益のある 10b-5 訴訟も門前払いする可能性は否定できず<sup>84</sup>、2000 年前半に起こった Enron 事件、WorldCom 事件など一連の史上最悪不祥事に導く一つの原因とも考えられるのではなかろうかと批判する声も多かった<sup>85</sup>。

### 三 第二次責任

10b-5 民事訴訟の仕組に潜んでいる circular 問題を解決するために、簡単に思いつく方法は、証券市場の外部にあり、かつ不実開示について一定の責任

---

<sup>79</sup> 15 U.S.C. § 78u-4(b)(1) (2006).

<sup>80</sup> 15 U.S.C. § 78u-4(b)(2); *Tellabs v. Makor Issues & Rights, LTD.*, 551 U.S. 308, 318-323 (2007).

<sup>81</sup> 15 U.S.C. § 78u-4(b)(4); *Dura Pharms., Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341-43 (2005).

<sup>82</sup> H.R. Rep. No. 104-369, 32 (1995); Ann Morales Olazabal, *Safe Harbor for Forward-Looking Statements Under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995: What's Safe and What's Not?*, 105 *Dick. L. Rev.* 1, 4-6 (2000).

<sup>83</sup> Donald C. Langevoort, *The Fundamental Issues: Participants: Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 *Ariz. L. Rev.* 639, 640-41 (1996); A.C. Pritchard, *Markets As Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers*, 85 *Va. L. Rev.* 925, 961-62 (1999).

<sup>84</sup> Richard A. Bierschbach & Alex Stein, *Overenforcement*, 93 *Geo.L.J.* 1743, 1758 (2005); Matthew C. Stephenson, *Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies*, 91 *Va. L. Rev.* 93, 116-17 (2005).

<sup>85</sup> Rose, *supra* 73, at 1319-22; Perino, *supra* 77, at 935-36; Hillary A. Sale, *Heightened Pleading and Discovery Stays: An Analysis of the Effect of the PSLRA's Internal-Information Standard on '33 and '34 Act Claims*, 76 *Wash. U.L.Q.* 537, 564 (1998).

を認めるべき相手に、不実開示から損害を受けた投資家に補償させることであると思われる。特に損害回復目的の実現を合わせて考えると、より賠償資力のある投資銀行などのゲートキーパーや、他の不実開示に関連する相手に不実開示の賠償責任を求めるのが最適であると考えられる。研究者はゲートキーパーの特質や第二次責任者についての責任制度設計を詳しく分析する論文も多数発表し、投資家への損害賠償目的や不実開示への抑止目的の観点から、当該アプローチに対して支持を示していた。しかし、連邦最高裁は、PSLRA とほぼ同じ時期の **Central Bank** 判決から近時の **Janus** 判決まで、第二次責任者の民事責任を追及することを認めるのは投資銀行や証券弁護士などの責任リスクを引き上げ、ゲートキーパーのアクセス・コストアップに繋がることになり、それが結局発行会社の株主である投資家の負担になり、上場会社及び証券市場の競争力を損なうことや、不実開示責任者の範囲を広く設定するならば、アメリカ企業全体に大きな負担をかけることにより経済発展に阻むことに懸念を示し、幫助・教唆者などの第二次責任を **10b-5** 民事訴訟で追及することを否定するアプローチを取っていた。しかし、連邦最高裁が **Janus** 判決において **10 条(b)**項及び規則 **10b-5** の文言を限定的に解釈することにより、**10b-5** 民事訴訟だけではなく、SEC が **10 条(b)**項及び規則 **10b-5** に基づいて第二次責任者に対して責任追及を行なうことも難しくなり、**10b-5** 訴訟が罰すべき者を野放しにすることになるのではないかと批判する声が多く上がった<sup>86</sup>。

## 第 2 節 本部の構成

本部では、以上のようなアメリカにおける不実開示を規制する民事責任制度の変遷を背景に、発行市場と流通市場に分けて、それぞれの不実開示民事責任制度の変遷と現状について考察を加える。

第 2 章はアメリカの証券発行市場における不実開示責任制度について考察する。第 1 節では、近年におけるアメリカの証券市場における情報開示制度の変革の軌跡を描き、発行開示と継続開示の境界線を画する一方、アメリカの上場会社にとっての主な情報開示手段が発行開示から継続開示に移行したことに伴って、投資家救済を意図する 33 年法 11 条により規制できる情報開示の範囲も次第に萎縮することを説明したい。第 2 節では、まず、アメリカにおいて上場会社により提出される発行登録書類の不実開示についての民事責任を規制する 11 条の法的要件を明確にした上で、11 条の責任主体、責任の判断基準や原告適格要件について考察する。

---

<sup>86</sup> 本部第 3 章を参照する。

そして、流通市場における不実開示責任についての分析に入る前に、第3章は発行市場と流通市場の違いを念頭に置きながら、アメリカにおける学説の議論を借りて流通市場における不実開示民事責任を詳しく解析し、流通市場の不実開示について法人責任を中心とする責任制度とエージェント責任を中心とする責任制度という二つの責任立法構成の優劣を比較したいと考える。第1節は34年法10条(b)項及び規則10b-5に基づく不実開示民事責任の損害賠償目的について、株主間の利益移転(circular問題)、証券市場の投資家構造、不実開示のリスク再分配という三つの観点から不実開示民事責任を追及する10b-5民事訴訟により損害賠償目的の達成を期待するべきではないという筆者の主張を説明したい。第2節では、不実開示への抑止目的から法人責任とエージェント責任の優劣を比較・分析し、情報開示の社会的効用、不実開示を行なう主体から発行会社と役員の内いずれに不実開示責任を課すことで抑止目的を達成できるかについて論説することにする。第3節では、投資家が流通市場における不実開示について民事訴訟を提起して責任を追及することをコーポレート・ガバナンスの一手段として考え、流通市場における不実開示について発行会社の法人責任を認めることの有用性について考察する。

第4章では、発行会社が現行制度の下で如何なる不実開示責任リスクを負うかという問題を中心に、アメリカにおける流通市場における不実開示を巡る民事訴訟制度の変遷と現状について整理・解析する。第1節では、投資家が流通市場における不実開示責任の民事責任を追及する際に最も使われている10b-5訴訟の法的要件、歴史的変革を整理する前提として、規制範囲、性質、特徴などの面から、34年法10条(b)項及び規則10b-5と他の流通市場における証券詐欺的な行為を規制する条文の相違について考察する。そして、判例法理により確立されていた10b-5民事訴訟の法的要件は①重大な情報について不実開示が存在していること(重大性要件)、②被告には詐欺の意図があること(サイエンタ)、③不実開示と原告投資家により行なわれた証券取引の間に関連性があること、④原告投資家が不実開示を信頼するから証券取引を行なったこと(信頼要件)、⑤経済的な損害が存在していること、⑥不実開示と原告の経済的損害の間に因果関係が存在していることという六つの法的要件<sup>87</sup>があるが、10b-5訴訟はほとんど集団訴訟の形で提起されているから、発行会社が一旦自己に不利な訴訟状態になる際に和解で訴訟を終結することを選択するのが大体の場面であり、終局判決により各6要件について詳しい分析を加えた事件はないから、本稿はアメリカ流通市場における不実開示についての規制の現状、流通市場における民事訴訟が発行会社に与える影響及びアメリカ裁判所がそれを意識して判例法において調整する経緯を明

---

<sup>87</sup> Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., 552 U.S. 148, 157 (2008).

らかにすることを目的にするので、第2節は流通市場における不実開示民事責任を追及する34年法10条(b)項及び規則10b-5のすべての法的要件について考察するのではなく、アメリカの10b-5訴訟現状を最も説明できるサイエンタ、重大性要件と信頼要件という三つの法的要件を中心に、本稿の趣旨と最も近い部分を取り上げて論じることとする。

第5章では、アメリカにおいて流通市場における不実開示の第二次責任の規制現状について考察する。第1節の総論部分では、アメリカにおいて第二次責任はどんな責任を指すのかについて説明・整理する。第2節では、第二次責任に関する判例法理の変遷をCentral Bank事件<sup>88</sup>、Stoneridge事件<sup>89</sup>、Janus事件<sup>90</sup>という三つの連邦最高裁判例を軸として、詳しく整理する。

そして、最後のアメリカ法部分の小括としての第6章では、第3章の流通市場における不実開示についての制度設計における分析を意識しながら、アメリカの証券市場、特に流通市場における不実開示民事責任を規制する10b-5訴訟に関する法改正と判例法の変革を総合的に分析しながら、アメリカの不実開示民事訴訟制度の特徴と問題点について考察した上、不実開示問題について投資家により提起される民事訴訟と行政機関であるSECにより提起される民事制裁との間の関係、または不実開示に対してSECにより取られる行政規制の現状について詳しく検討する。

---

<sup>88</sup> Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164 (1994).

<sup>89</sup> See Stoneridge, supra 87.

<sup>90</sup> Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, 131 S. Ct. 2296 (2011).

## 第2章 発行市場における不実開示の責任

アメリカの証券市場は二つに分けて考えることができる。会社が資金調達をするために、市場にある一般投資家を対象として直接金融を行なう証券取引は発行市場を形成するのに対し、既に発行された証券が投資家間において売買される証券取引は流通市場を形成する。33年法は発行会社が証券を発行する前に、会社に関する情報及び当該発行取引行為の取引情報を開示しなければならないという開示制度を定めているのに対して、34年法は流通市場において上場会社の継続開示義務を定めている。

発行会社及びその役員が、一般投資家の投資判断に重要な影響を与え又は与え得る情報に関して、不実の開示又は不開示の行為を行なった場合について、発行市場と流通市場に関する法規制はそれぞれ違っている。発行市場においては、発行会社が取引の直接の当事者であって、取引から直接に利益を得ることが考えられることから、流通市場より厳しい責任を課している。33年法11条は、発行会社が証券を発行する際に提出した登録届出書又は目論見書に不実の情報が含まれる場合、発行会社、役員並びに当該証券発行に関わる引受人、弁護士、会計士等のゲートキーパーの責任を定める規定である。本条の下で、原告適格を有するとされる投資家は、流通市場を規制する34年法10条(b)項及び10b-5で責任を追及する投資家に比べて、被告の詐欺の意図（*scienter*）、信頼要件（*reliance*）、因果関係（*causation*）の各要件を立証する必要があるだけでなく、損害額が法定され、登録が効力を発するときに投資家の投資判断に影響する重大な情報、又は投資家の誤解を避けるために必要な重要情報に関しての不実開示・不開示が含まれるという事実だけを立証すれば責任を追及することができる<sup>91</sup>。このような責任の規律は会社、役員及び証券発行のゲートキーパーの役割を果たす者達にとって決して望ましいものではない。発行会社がこのような厳しい責任規定の下で、不実開示責任を恐れて不実開示を行なわないこと<sup>92</sup>、あるいは11条訴訟に巻き込まれた発行会社は敗訴を回避するため、裁判に入る前に和解を選ぶことが多いことが<sup>93</sup>原因かもしれないが、11条が制定されてから30年間の間に公表された裁判例はなかった。その後、経済学的发展と証券市場の変貌に伴って、

---

<sup>91</sup> John C. Coffee & Hillary A. Sale, *Securities Regulation cases and materials*, 836 (twelfth edition, 2012).

<sup>92</sup> Milton H. Cohen, *The Integrated Disclosure System-Unfinished Business*, 40 *Bus. Law.* 987, 989 (1985).

<sup>93</sup> Committee on Federal Regulation of Securities, *Report of Task Force on Sellers' Due Diligence and Similar Defenses Under The Federal Securities Laws*, 48 *Bus. Law* 1185,1211 (1993).

証券開示制度には一連の変革が行なわれ、発行市場における不実開示を規制する 11 条民事訴訟にも大きな変化が齎された。

本章では、アメリカ証券発行市場における民事責任規制制度を詳しく分析することにする。第一節は、発行市場における不実開示規制に服すべき情報開示の範囲を明らかにする趣旨で、アメリカ証券市場における情報開示制度の変遷を整理したいと考える。第二節は、発行市場における不実開示民事責任を規制する 33 年法 11 条の法的要件及び判例法理を詳しく分析した上、アメリカにおいて発行開示における不実開示に関する民事責任規制の現状を明らかにする。

## 第 1 節 33 年法 11 条と開示制度

1962年に、初めての11条に関する判決<sup>94</sup>が現れた。その後、1966年に連邦民事訴訟法23条が改正され、証券訴訟にクラスアクション制度の適用が認められ、民訴23条(b)(3)に定められたクラスアクションで11条訴訟を提起することが1966年後半に入ると急増した。そして、11条という発行者にとっての厳しい責任規定があることに加え、当時の発行制度に則ったら、発行者は証券を発行する際に、33年法に規定された開示書類を提出しなければならない一方で、34年法で定められた継続開示制度も服しなければならないので、その中には重複する情報が含まれ、莫大な開示コストが発生する<sup>95</sup>から、1970年代後半から1980年代前半までの間には、アメリカの大手企業は証券市場における資本調達活動を海外のユーロドル・マーケットに移動することになった<sup>96</sup>。さらに、効率的市場仮説（Efficient Market Theory）の合理性が広く認められるようになり、上場会社と発行証券に関する利用可能な情報が市場に浸透されていることにより、株価に反映され、既に上場された公開会社に厳しい情報開示義務を課しても、新たな便宜を生むことを期待することはできないから、SECが当該理論を踏まえて、上場会社の情報開示制度の合理性を再考することにした<sup>97</sup>。

1982年に、SECが33年法と34年法の開示要件を整理した上、発行開示と継

---

<sup>94</sup> Escott v. BarChris Constr. Corp., 283 F. Supp. 643, 652 (S.D.N.Y. 1968).

<sup>95</sup> Milton H. Cohen, "Truth in Securities" Revisited, 79 Harv. L. Rev. 1340, 1341-42, 1367-68 (1966).

<sup>96</sup> Langevoort, supra 61, at 45.

<sup>97</sup> Donald C. Langevoort, Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency revisited, 140 U. Pa. L. Rev. 851, 873-881 (1992).

続開示の重複を解消するため、又は情報開示制度の効率性を高めるために<sup>98</sup> 統合開示制度を導入し、発行者の規模や開示歴によって、三つのレベルに区分した3層の開示方式を設けた。

1、34年法の継続開示を3年以上行なっていた発行者であり、かつ(1)浮動株時価総額が1億5000万円ドル以上、(2)浮動株時価総額が1億ドル以上かつ年間取引高は300万株以上、(3)発行されている社債又は優先株が指定格付機関による「投資適格」の格付けを取得しているといういずれかの条件を満たせば、最も簡略なフォームS-3を使うことができ、証券を発行する際に、34年法に定められた継続開示書類に含まれる情報は改めて発行登録書類に記載する必要がなく、継続開示書類を参考書類として参照すれば足りる；

2、フォームS-3の発行者規模や格付け条件を満たすことはできないが、3年以上継続開示制度を使っていた発行者が、フォームS-2を利用することになり、34年法下のフォーム10-Kという上場会社年次報告書に記載された詳しい情報は参照方式を使い、証券発行の情報を記載する登録届出書又は目論見書に株主宛年次報告書のコピーを一緒に提出することができる；

3、上記のいずれの条件も満たさない発行者は参照方式を使うことができず、証券を発行する際に必要となる情報をすべて明記するフォームS-1を利用しなければならないことになっている<sup>99</sup>。

一方、1982年以前においては、市場にある投資家が情報開示によって発行者に関わる正確な情報を把握することを確保するために、発行者が一連の継続的な証券発行を計画しても、証券を発行する度に新しい発行開示をしなければならない、高額な発行コストが生じていた。転換社債、ワラントを発行する会社や、従業員持株制度と配当金再投資制度を設ける会社などは常時証券を発行する必要がある。このような会社が市場の状況に応じて迅速かつ低コストで証券を発行する需要を考慮して、SECは、統合開示制度を新設すると同時に一括登録制度を定めるRule 415も制定し、1983年にその効力を正式に認めた。一括登録制度を利用する発行者は、これから発行する予定のある証券の種類と総額を登録してから2年の間においては、証券発行に関わる基本的な情報を含める目論見書補完書類(prospectus supplement)を提出すれば、予め一括登録で登録した証券を随時発行することができる。発行者の適格として、(1) 発行登録書類を提出して2年以内に証券を発行する見込みがある、(2) 当該発行者がフォームS-3の適格者である、(3) 一括登録開示書類を提出し

<sup>98</sup> 神崎克郎「発行開示と継続開示」証券研究 68 巻 3-4 頁 (1983)。

<sup>99</sup> 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 (第2版)』38-39 頁 (弘文堂、2004) 、 Barbara Ann Banoff, Regulatory Subsidies, Efficient Markets, And Shelf Registration: An Analysis of Rule 415, 70 Vir. L. Rev 135, 139(1984).



た後に会社の財務状況など開示項目に関わる情報に重大な変更が生じる場合には目論見書補完書類を提出する、(4) 一括登録発行制度を利用して時価公募をするときには、発行済株式総数の10%以内であり、かつ売付け行為が目論見書に明示された引受業者を通じる、という4つの条件を満たさなければならない<sup>100</sup>。

統合開示制度及び一括登録制度は企業が証券を発行する際の効率性を大幅に高め、発行コストを引き下げた。しかし、34年法の継続開示書類が参照方式の形で新しい証券を発行する際に開示されることは、33年法11条の厳しい責任が継続開示にまで及ぶことを意味し、一括登録制度の下で証券を発行するたびに発行会社の厳格責任と役員の過失責任を問われるリスクも付随することとなる<sup>101</sup>。一方、引受業者や弁護士などのゲートキーパーによるデュー・ディリジェンスを行なう時間が大幅に短縮するにつれ、その質を落とすことにより投資家が適切な投資判断を形成するための高質かつタイムリーな情報開示を受けることができなくなるとの懸念がある<sup>102</sup>。そこで、当時、証券市場の効率性と投資者保護の調和が議論された<sup>103</sup>。

引受業者による継続的なデュー・ディリジェンスが一つの解決策としてSECにより推奨された<sup>104</sup>。1992年に、SECが統合開示制度及び一括登録制度の機動性をさらに高め、いくつかの改正を行なった。まず、フォームS-3について、

①継続開示制度の利用歴を3年から1年に短縮した；

②浮動株時価総額を当初の1億5000万ドルからその半分の7500万ドルに引き下げた；

③投資適格と判断される資産担保債券（investment grade asset-backed securities）に関して、投資者の継続開示制度利用年数の条件を取り除いた<sup>105</sup>。

---

<sup>100</sup> Id, at 141-143.

<sup>101</sup> John C. Coffee, Re-engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate over Company Registration, 52 Wash & Lee. L. Rev. 1143, 1150(1995); Langevoort, supra 61, at 61.

<sup>102</sup> Delayed or Continuous Offering and Sale of Securities, Securities Act Release No. 33-6423,47, Fed. Reg. 39,799,39,803 (Sept. 10, 1982) (Thomas, Comm'r, dissenting).

<sup>103</sup> Banoff, supra 99; Merritt Fox, Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis, 70 Va.L.Rev. 1005 (1984).

<sup>104</sup> Joseph K. Leahy, What Due Diligence Dilemma? Re-Envisioning Underwriters' continuous Due Diligence after Worldcom, 30 Cardozo L. Rev. 2001, 2020(2009).

<sup>105</sup> 17 C.F.R. § 239.13 (1992); Coffee & Sale, supra 91, at 143.

次に、一括登録制度について、フォームS-3がその利用条件の一つとなるから、上記改正に伴って、一括登録制度の適格も合わせて変更されたことに加え、発行者は一括登録書類を作成する際に、今後公募する証券の種類だけを明示すれば、各証券の割合を予め明記しなくても一括登録をすることができるように改正されている<sup>106</sup>。当該法改正によって、フォームS-3を利用できる発行者の範囲が拡大されるとともに、一括登録制度利用者の証券発行の自主性と機動性も高められた。

2005年に、SECは、証券市場の需要に応じて、開示制度と一括登録制度に対して抜本的な改正を行ない、開示内容のレベルに応じて、証券発行会社を4つのカテゴリーに分けている。

(1) 継続開示を行っていない発行者 (IPO取引によって初めて上場会社となる発行者。Unreported Issuer)

(2) フォームS-1を使う発行者 (参照方式を使うことができない発行者。Unseasoned Issuer)

(3) 適格発行者 (Seasoned Issuer)

SECが1982年の統合開示制度の下のフォームS-2を廃止し、1992年の改正を踏まえて、発行者が34年法の継続開示義務を1年以上履行し、浮動株時価総額が7500万ドル以上の上場会社であれば、フォームS-3の適格者と認められることになった。

(4) 適格著名発行者 (Well-Known Seasoned Issuer)

適格著名発行者が2005年改正により新設された発行者のカテゴリーである。その適格条件として、発行者がフォームS-3を利用できる適格者であることに加え、a, 浮動株時価総額が7億ドル以上、b, 過去3年間で債券市場において10億ドル以上の債券を発行したという条件のいずれかを満たす必要がある<sup>107</sup>。適格著名発行者となる者は当該法改正により新設された33年法163条に定められる自動的一括登録制度 (Automatic Shelf Registration) を使うことができ、3年間の間に、市場の株価状況又は資金調達需要に応じて、いつでも目論見書補完書類 (prospectus supplement) を提出して、SECによる発行者適格や当該証券の発行適格などの審査を受ける必要もなく、発行数量や種類の制限

---

<sup>106</sup> SIMPLIFICATION OF REGISTRATION PROCEDURES FOR PRIMARY SECURITIES OFFERINGS, Sec. Act Rel. No. 6964, [1992 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 83,385, at 83,385 (Oct. 22, 1992).

<sup>107</sup> 17 C.F.R. § 230.405.

も受けずに、証券を発行することができる<sup>108</sup>。

アメリカの証券発行プロセスは2つの時点によって、①登録届出書提出前の段階、②届出書提出後効力発生前、③届出書効力発生後という三つの段階に分けることができる。①の段階として、33年法5条(c)項の下で、発行者がSECに対して証券登録書類を提出する前に公募証券の売付け又は買付けの書面又は口頭による申込みを行なうことが禁止されている(gun jumping period)<sup>109</sup>。②の段階として、発行者が届出書を提出したら、SECがそれを審査するため、原則として20日程度の時間が必要となる。これを待機期間(waiting period)と呼び、発行者が当該期間中において、簡単な事実情報しか含めない仮目論見書(preliminary prospectus)と要約目論見書(summary prospectus)など33年法10条に定められたもの以外の書類で売付けの申込みをすることはできない<sup>110</sup>。しかし、上記改正により適格著名発行者は、上記①の制限を受けずに届出書提出前でも口頭又は書面による情報発信が認められるようになり<sup>111</sup>、上記自動的一括登録制度を利用することで、SECに対して届出書を提出したら、SECの審査を受けることなく直ちに効力を発することになっているので、②の規制を受けることもない。したがって、適格著名発行者は証券を発行する際に、以前の発行者と比べてきわめて高度の自由が与えられると考えることができる。

さらに、すべての発行者に適用される制度として、2005年の改正により様式の定めない自由書面目論見書制度(free writing prospectus)が導入された。同改正前には、発行者が上記②の段階においても、証券売出しの準備をする

---

<sup>108</sup> Joseph F. Morrissey, Rhetoric and Reality: Investor Protection and the Securities Regulation Reform of 2005, 56 Cath. U. L. Rev. 561, 575, 593 (2007).

<sup>109</sup> Coffee & Sale, supra 91, at 99. Gun jumping は「抜け駆け」と訳されている(大崎貞和「米国 SEC のディスクロージャー制度改革提案」資本市場クォーターリー4頁(2005年冬期) available at

[http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2005/2005win03.pdf#search='%E7%B1%B3%E5%9B%BD%E3%81%AE%E3%83%87%E3%82%A3%E3%82%B9%E3%82%AF%E3%83%AD%E3%83%BC%E3%82%B8%E3%83%A3%E3%83%BC%E5%88%B6%E5%BA%A6%E6%94%B9%E9%9D%A9%E6%8F%90%E6%A1%88'](http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2005/2005win03.pdf#search='%E7%B1%B3%E5%9B%BD%E3%81%AE%E3%83%87%E3%82%A3%E3%82%B9%E3%82%AF%E3%83%AD%E3%83%BC%E3%82%B8%E3%83%A3%E3%83%BC%E5%88%B6%E5%BA%A6%E6%94%B9%E9%9D%A9%E6%8F%90%E6%A1%88')))。33年法5条(c)項は一般条項として抜け駆けを禁止し、同法2条(a)(3)は証券募集及び申込みの勧誘(offer)の定義を詳しく定め、両者を合わせて、抜け駆け禁止制度が形成される。Morrissey, supra 108, at 568. 1969年には、SECがいくつかの例外条項を設けたが(規則135,137,138,139)、発行会社の基本情報、レギュラーレポートや過去の発行実績に関する分析レポートがその例となる。

<sup>110</sup> Securities Act of 1933 10(b); Securities Act of 1933 5(b)(1), 15 U. S. C. § 77e(b)(1); 大崎・前掲(注109)2頁。

<sup>111</sup> Securities Act Release No. 33-8591, 70 Fed. Reg. at 44,734. 17 C.F.R. § 230.163.

ためにある程度の情報発信が許され、例えば、仮目論見書、要約目論見書、新規証券売出し広告（tombstone ad）などの書面勧誘書類と、機関投資家やブローカーを対象とするロードショーと呼ばれる口頭勧誘が待機期間規制の例外行為となっていた。改正された33年法規則405は、自由書面目論見書の定義を明確化し、証券登録届出書が提出された後に、上記の法定目論見書類以外の書面による表示と定めるとともに<sup>112</sup>、新33年法規則164は発行者が上記②段階で当該自由書面目論見書を使うことを認めた<sup>113</sup>。そして、同じく2005年改正で新設された33年法規則433は自由書面目論見書に含まれる情報内容について規制を加えた<sup>114</sup>が、実質的に見ると、当該情報が発行者により提出された届出書や継続開示書類に含まれる情報に抵触がない限り、発行者が自由書面目論見書で記載することが許される<sup>115</sup>。

次に、ロードショーという口頭による勧誘方式について、インターネットによる情報発信が一般化されるにつれ、今回の改正により、ロードショーは豊富な投資経験を有する投資家に向けなければならないという規制を廃止し、ネット上のロードショーも自由書面目論見書の一種類として認められた。さらに、適格著名発行者として認められるものは、自由書面目論見書の使用時期の制限を受けずに、届出書提出前でも、自由書面目論見書を利用して届出書や継続開示書類に矛盾しない情報を自由に発信することができる<sup>116</sup>。

自由書面目論見書に関する一連の改正により、証券発行者の公衆に向けての情報発信権限が大幅に広げられた。もちろん、書面による自由目論見書でも、ロードショーのような口頭による自由目論見書でも、それを利用する際に、SECに届け出る必要がある<sup>117</sup>。しかし、これらの申込勧誘表示に虚偽の内容が発見される場合においては、33年法11条が適用されるのではなく、目論見書を使って証券の売出し行為をするブローカーなどの責任を追及する<sup>118</sup>33年12条<sup>119</sup>、証券詐欺を規制する一般条項である17条(a)項(2)、又は34年法の10b-5に基づいて発行会社など当該虚偽の内容に含まれる情報発信に関わる者の責任を追及する<sup>120</sup>ことになる。証券登録書類の不実記載により損害を受けた投資家は、原則として11条に基づいて発行会社の無過失責任と、当該

---

<sup>112</sup> 大崎・前掲（注 109）5 頁。17 C.F.R. § 230.405.

<sup>113</sup> 17 C.F.R. § 230.164.

<sup>114</sup> 大崎・前掲（注 109）5 頁。17 C.F.R. § 230.433(c).

<sup>115</sup> Morrissey, *supra* 108, at 586.

<sup>116</sup> Securities Offering Reform, Securities Act Release No. 33-8591, 70 Fed. Reg. 44,722,44,744 (Aug. 3,2005).

<sup>117</sup> 17 C.F.R. § 230.433(d).

<sup>118</sup> Securities Act of 1933 § 12(a), 15 U.S.C. § 771(a).

<sup>119</sup> Securities Act of 1933 § 12, 15 U.S.C. § 771.

<sup>120</sup> Morrissey, *supra* 108, at 596.

不実記載に関わりかつそれを知っているゲートキーパーの連帯責任を追及することができるのに対して、12条に基づく場合には、発行会社は無過失の抗弁により責任を免れることができることに加え、直接に証券を販売した相手方である売主にしか責任を追及することができない。原告は証券詐欺を規制する一般条項である34年法10条(b)項及び規則10b-5を用いる場合に詐欺の意図や因果関係なども立証しなければならないのと比較して、33年法11条の方のハードルが低いと言わなければならない。従って、本改正により原告が11条で責任を追及できる情報開示の範囲が大幅に縮小された。

SECが適格著名発行者の適格条件を考える際に行なわれたアメリカ証券市場の調査結果によると、2004年の時点において、適格著名発行者の条件を満たす発行者はアメリカ上場会社の30%近くを占めているが、アメリカ証券資本総額の95%、法改正前の過去8年間に上場された債券総額の96%を所有している<sup>121</sup>。これらの大企業は上場して以来、会社自身やメディアによる様々な情報が発信され、これらの情報が証券アナリストや一般投資家によりさらに分析されているから、証券を発行する際に煩雑な情報開示を要求することにより投資者保護の目的を達成することは考えられない一方で、証券市場の効率性を阻害する懸念がある<sup>122</sup>。そこで、SECが適格著名発行者というカテゴリーを創造し、情報発信に多くの自由を与えている。2002年には、EDGARというSEC開示書類電子管理システムの利用が義務化されることにより、上場会社が情報開示制度により定められた開示書類はインターネットを通じて簡単に閲覧できるから、SECがより多くの中小証券発行者にも便宜な参照型情報開示制度を利用して、低コストかつ高スピードで証券を発行するため<sup>123</sup>に、2007年に、フォームS-3の適用要件をさらに緩和し、浮動株時価総額が7500万ドル以上という条件を取り除いた<sup>124</sup>。

以上分析した通り、1933年法が制定されて以来の一連の法改正により、アメリカ証券市場の情報開示は証券を発行する際に行なわれる証券に関する詳細な情報開示と付随する厳格な責任追及制度に依存する伝統的なアプローチ

---

<sup>121</sup> Securities Act Release No. 33-8591, 70 Fed. Reg. at 44727.

<sup>122</sup> 効率的資本市場仮説 (Efficient Market Theory Hypothesis) については、黒沼・前掲 (注 99) 12-19 頁参照。上場会社に関する情報がある程度株式市場に織り込まれ、株価に反映されている場合に証券市場は効率的であるとされる。SECが統合開示制度を作る理論的な土台が効率的資本市場仮説であったと言われている。Marvin G. Pickholz & Edward B. Horahan, *The SEC's Version of the Efficient Market Theory and Its Impact on Securities Law Liabilities*, 39 Wash. & Lee L. Rev. 943 (1982).

<sup>123</sup> Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 230 and 239, Release NO. 33-8878, No. S7-10-07, at 6,7,8.

<sup>124</sup> *Id.* 14,15.

から、証券発行履歴を持っていて信用度の高い発行会社を登録する制度に伴って定期的継続開示に依存するアプローチに転換したと考えられる<sup>125</sup>。このことを踏まえつつ、次節は発行開示における不実開示責任規制制度を論じることとする。

## 第2節 発行市場における不実開示を規制する 33年法 11条

33年法 11条の立法目的は、発行会社が SEC に提出した登録書類に不実の記載又は誤解を招きやすい記載がある場合に、それに従って証券を取得した投資家が当該書類を提出した会社及び当該不実記載に関わる役員やゲートキーパーに対して損害賠償を追及する権利を確保することである。しかし、当該条文は制定されてからほぼ 30 年の間に、投資家に権利救済の方法として使われず、11条訴訟に関する初めての公表裁判例は 1962 年に決定された Escott 事件<sup>126</sup>である。1966 年に証券訴訟における集団訴訟が解禁されたことにより、11条訴訟が段々と増えるようになった<sup>127</sup>。33年法 11条と 34年法 10条(b)項及び規則 10b-5 の規制範囲には重複している部分が存在しているが、10条(b)項及び規則 10b-5 は不公正証券取引を規制する包括的条項として位置づけられているから、投資者保護の観点から、11条の存在は原告が 10条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて権利救済を図ることを妨げることができないと連邦最高裁が判断した<sup>128</sup>。発行会社による証券発行から直接証券を取得した投資家でなければ、11条に基づいて救済を図ることができないから、原告適格を有するとされる投資家の人数が少ない分で、11条に基づく集団訴訟が 10条(b)項及び規則 10b-5 に基づく集団訴訟より請求できる損害額も小さい。それは 10条(b)項及び規則 10b-5 に基づく訴訟より 11条訴訟の数が少ないということの一つの原因とも考えられる<sup>129</sup>。11条は 10条(b)項及び規則 10b-5 と違って、10条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件が判例法理によって形成されているのに対して、11条の法的要件はすべて法文によって明確に定められている。近年において、裁判所は投資家原告が 10条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて流通市場における不実開示責任を追及する際に生じる問題を意識し始めて、10条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件を狭めるアプローチを取り、議会が 1995 年に 10条(b)項及び規則 10b-5 に基づく濫訴を規制するために 10条(b)項及び規則 10b-5 訴訟の提訴要件を引き上げる PSLRA<sup>130</sup>を実施

---

<sup>125</sup> Fox, supra 57, at 241.

<sup>126</sup> See Barchris, supra 94.

<sup>127</sup> Horwich, supra 59, at 5-6.

<sup>128</sup> Herman & Maclean v. Huddleston, 459 U.S. 375, 82-83 (1983).

<sup>129</sup> Horwich, supra 59, at 2, 33-34.

<sup>130</sup> Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737.

し、不実開示の詐欺的性質が認められない限り<sup>131</sup>、PSLRAの効力は11条訴訟に及ばないとされている<sup>132</sup>。従って、近時において11条に基づく訴訟がまた多く見られるような傾向がある。本節は11条の法的要件を紹介した上、アメリカの証券発行市場における不実開示民事責任の規制の現状を明らかにする。

### 第1款 33年法11条の法的要件

11条は一般投資家が投資判断を行なう際に十分な情報を把握できることを確保する目的で、発行会社が完全かつ正確な情報を発行登録書類に開示することを促すために制定された法文である<sup>133</sup>。本条で想定された発行登録書類に不実記載又は誤解を招きやすい記載があることは発行会社が証券詐欺を行なったこととイコールであるとはできず、損害を被った投資家原告が11条に基づいて損害賠償責任を追及する際に、被告の主観的意思を証明する必要はなく、発行会社が無過失であっても責任を有するのに対して、他の被告が注意義務を果たしたことを証明しない限り、責任を回避することができない<sup>134</sup>。さらに、発行登録書類に不実開示又は不開示がある際に、投資家が登録書類の効力発生日から一年以内に株式を取得すれば、登録書類の不実開示に影響されて取引したものと仮定し、11条に基づいて訴訟を提起するのに信頼要件を立証する必要もない<sup>135</sup>。従って、原則として原告側は登録書類に不実記載が存在するという事実及び損害という二つの要件だけを立証すれば足りる。

原告投資家が11条に基づいて訴訟を提起する際に、発行登録書類に重大な情報に関する不実開示又は不開示が存在することを証明するために、原告

---

<sup>131</sup> Todd R. David, Jessica P. Corley & Ambreen A. Delawalla, Heightened Pleading Requirements, Due Diligence, Reliance, Loss Causation, and Truth-on-the-Market—Available Defenses to Claims under Sections 11 and 12 of the Securities Act of 1933, 11 Transactions 53, 61-63 (2010).

<sup>132</sup> Horwich, *supra* 59, at 2.

<sup>133</sup> Barnes v. Osofsky, 373 F.2d 269, 272 (2d Cir. 1967).

<sup>134</sup> See Herman, *supra* 128, at 381-82 (33年法11条は証券登録発行に直接的に関与した者が証券法に含まれる情報開示を規制する条項に従って行動することを確保するために、これらの者に厳格な責任を定めている。もし原告が登録書類に基づいて発行された証券を取得するなら、登録書類に重大な情報に関する不実記載又は不記載があることだけを証明すれば、被告が反証をしない限り、原告請求を認めることができる。証券発行者である被告が不実開示について無過失であっても、厳格責任を有することとされ、他の被告が適切な注意義務を払ったこと(due diligence)を立証しない限り、責任を有すると認定できる)。

<sup>135</sup> 15 U.S.C. § 77k(a) (2009); APA Excelsior <sup>III</sup> L.P. v. Premiere Technologies, Inc., 476 F.3d 1261, 1272 (11th Cir. 2007).

が主張した不実開示又は不開示に関わる情報は重大性を有することを証明しなければならない。重大性の概念について、11条に求められる基準は基本的に34年法10条(b)項及び規則10b-5に求められる基準と同じであると考えられ<sup>136</sup>、不実開示又は不開示に関わる情報は被告が開示義務を有する内容でなければならず<sup>137</sup>、かつ合理的な投資家から見れば当該情報が利用可能の情報総量を著しく変える可能性があるとして認定できなければならない<sup>138</sup>。

次に、原告が11条訴訟において取得できる損害について、11条の法文はそれを株式の発行価格を下回る取得価格と(i)11条訴訟が提起される時点の株式市場価格との差額、(ii)訴訟が提起される前に株式を処分した場合は処分価格との差額、又は(iii)訴訟が提起されて判決が出る前に株式を処分した場合の処分価格は11条訴訟が提起される時点の株式市場価格より高い場合は処分価格との差額を損害額と定めている<sup>139</sup>。そして、被告が当該損害額のうちの一部又は全部が不実開示と相当的因果関係のない原因によって生じるものを証明できるなら、その分を減額することを認めることができる<sup>140</sup>。

このように投資家が登録発行書類に重要な情報に関する不実開示又は不開示を含めることを証明できれば、発行会社又は不実開示に係る他の者に対して法定される損害額の賠償を請求することが認められるようになり、33年法11条が投資家にとって親和性のある法文であると言わなければならないと思われる。しかし、証券投資市場の世界では、証券は発行会社により市場に発行されてから直ちに流通市場において転売されるのが一般的であるから、投資家が発行価格で発行会社から証券を取得したらすぐに発行価格の何倍かに当たる価格で流通市場において転売することがよくある<sup>141</sup>。そして、発行時点と不実開示が暴かれる時点の間隔が長ければ長いほど、流通市場において証券の転売率が高くなり、市場価格が他の原因から影響を受けることが多くなる一方で、発行登録書類の不実開示からの影響が小さくなる。従って、33年法11条から救済を受けられる投資家の範囲について流通市場の一般投資家に及ぶことを認めることは、発行登録書類についての不実開示責任を有する発行会社及びその他の者にとって明らかに不当であると思われる。そこで、裁判所は11条の原告適格に制限を設け、11条から救済を受ける投資家の範

---

<sup>136</sup> David, Corley & Delawalla, *supra* 131, at 55-56.

<sup>137</sup> *Benzon v. Morgan Stanley Distribs., Inc.*, 420 F.3d 598, 608 (6<sup>th</sup> Cir. 2005).

<sup>138</sup> *TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976).

<sup>139</sup> Section 11(e), 15 U.S.C. § 77k(e).

<sup>140</sup> Section 11 (e), 15 U.S.C. § 77k(e).

<sup>141</sup> *Horwich*, *supra* 59, at 12.



困を発行会社から直接に証券を取得した投資家、もしくは不実開示に係る証券発行取引にトレーシングできる投資家に限定することにした。

## 第 2 款 33 年法 11 条の下での被告

発行市場から証券を直接に取得した投資家の保護と発行開示により公開された情報の真実性を確保する目的で、33 年法 11 条は発行会社の厳格責任、発行会社の役員、社外取締役、証券発行引受人、会計士、弁護士及び発行登録書類に署名した他の者の過失責任を定めている<sup>142</sup>。

発行登録書類に含まれる不実開示について、発行会社は無過失責任を課するのは酷ではないかという観点から、発行登録書類を作成する時点において、不実開示に関わる情報が重大であるかどうかについてははっきり判断できない場合、重大情報に関する不開示について、原告は発行登録書類が作成・提出した時点<sup>143</sup>又は効力が発生した時点<sup>144</sup>において発行会社が当該情報を把握したことを立証できない場合に、発行会社の無過失責任を否定した裁判例があり、それを支持する学説もある<sup>145</sup>。しかし、上記状況のいずれでも不実開示に関する「重大性」という法的要件により処理できるかと思われる。さらに、発行会社が不実開示により直接的な経済的利益を得ることができるという観点から、又は投資家保護と不実開示抑止の観点から、発行登録書類に含まれる不実開示について発行会社に厳格な無過失責任を課することが妥当であると考えられる学説がいまだ主流である<sup>146</sup>。

発行会社を除いて他の不実開示に関与する被告について、33 年法 11 条は立証責任を転換された過失責任を定めている。つまり、被告は発行登録書類が効力発生する時点において、自己が注意義務（due diligence）を果たしたことを立証すれば、11 条責任を免れることができる。弁護士や会計士等の専門家は、発行登録書類において自己の職権に基づいて作成した専門知識に関わる部分について、自己が合理的な調査をした上、当該発行登録書類に重要な情報についての不実開示もしくは不開示はないと信じる合理的な理由があるということを証明する必要がある<sup>147</sup>。それに対して、専門家ではない個人被告、特に役員の場合は、発行登録書類に含まれる専門的知識に関する部分の不実開示について、発行登録書類が発効する際に、それには不実開示又は

---

<sup>142</sup> 15 U.S.C. § 77k(a).

<sup>143</sup> *Krim v. BancTexas Group, Inc.*, 989 F. 2d 1435, 1445-46 (5<sup>th</sup> Cir. 1993).

<sup>144</sup> *In re Adams Golf Inc. Sec. Litig.*, 176 F. Supp. 2d 216, 234-237 (D. Del. 2001).

<sup>145</sup> *Horwich*, supra 59, at 18-24.

<sup>146</sup> 後述本部第 3 章。

<sup>147</sup> See *Barchris*, supra 94, 683.

不開示の問題が存在するということを疑う合理的な理由はないと証明すれば足りる<sup>148</sup>。それにもかかわらず、専門家により作成された書類や発行登録書類に含まれる部分の信憑性について危険信号が現れた場合に、専門家ではない個人被告は、それについて詳しく調査しなければ、11条責任を免れることはできない<sup>149</sup>。さらに、役員の注意義務についても、その基準を画一的に決めるべきではなく、裁判所はその者が証券発行に関与する程度によって異なる判断基準を設け、証券発行及び書類準備活動において重要な役割を果たしている発行会社内部役員には厳格な注意義務を課しているのに対して、社外取締役にはレベルの低い注意義務を課している<sup>150</sup>。

上場会社が一般投資家に向けて証券を発行する際に、一般投資家が証券発行開示から十分な情報を得ることを確保するために、33年法11条は発行会社と証券発行に関与する者に厳しい責任を課している。会社が株式を新規公開する前に、役員、会計士、弁護士や証券引受人などが共同によりデュー・ディリジェンス作業を行なわなければならない、この作業は大体3ヶ月から6ヶ月くらいの時間が必要となる。それに対して、適格著名発行者など一括登録発行制度を利用できる発行会社が一括登録したら、資金調達の需要と証券市場の状況に応じて随時に証券を発行することができ、証券発行の決定から

---

<sup>148</sup> Securities Act of 1933 § 11(b)(3)(B), 15 U.S.C. § 77k(b)(3)(C); *In re Software Toolworks Inc.*, 50 F.3d 615, 623 (9<sup>th</sup> Cir. 1994)[証券引受人は発行登録書類の専門的知識に関する部分にある不実開示について、デュー・ディリジェンス義務を有しないと裁判所が判断した]。

<sup>149</sup> *In WorldCom, Inc. Sec. Lit.*, 346 F. Supp. 2d 628, 672 (S.D.N.Y. 2004).

<sup>150</sup> See Barchris, *supra* 94, at 684-701 [被告は発行登録書類の準備・作成において注意義務を果たしたかどうかを判断する際に、すべての役員被告について同一基準で判断すべきではなく、個々の被告が発行登録書類の準備・作成に関与した程度によって違う基準で判断すべきであると裁判所が判断した。発行登録書類に含まれる不実な財務報告について、発行会社の社内取締役である被告の中で裁判所は一人だけを除いてすべての役員被告の11条責任を認めた。その原因は、これらの役員の専門知識に鑑みれば、発行登録書類に含まれる財務報告にある不実開示を見逃すことはこれらの被告がデュー・ディリジェンス義務を果たしていないと見なすことができる]; *Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp.*, 332 F. Supp. 544, 577-78 (E.D.N.Y. 1971)[発行会社の通常業務に深く関与する社内取締役は目論見書の正確性を保証する役割を担うべきであり、不実開示について厳しい注意義務を課すべきであると裁判所が判断した]; *Laven v. Flanagan*, [社外取締役は社内取締役に比べると、発行登録書類の記載事項についてよりレベルの低い調査義務を有すると考えるべきであると裁判所が判断した]; David I. Michaels, *No Fraud? No Problem: Outside Director Liability for Shelf Offerings Under Section 11 of the Securities Act of 1933*, 28 Rev. Banking & Fin. L. 339, 339 (2009).

実施まで僅か1日か2日くらいになる<sup>151</sup>。発行開示において役員とゲートキーパーが発行登録書類について行なうことができるデュー・ディリジェンスには限界があると言わなければならない。さらに、社外取締役のように発行会社の日々の業務に関与しない者は、発行会社が証券を新たに発行したことさえ知らない状況もよくあり、これらの者に厳しい11条責任を課すことは妥当とは言えない。ゲートキーパーの役割を重視し、証券引受人や弁護士にデュー・ディリジェンス義務を課すことを推奨する学説<sup>152</sup>もあるが、証券弁護士によるデュー・ディリジェンスには限界があり、証券引受人に責任を負わせる方が合理的であるように思われる。

### 第3款 原告適格

不実記載により損害を受けた投資家が11条により責任を追及するためには、その所有する株式は当該不実登録書類に関わる証券発行から取得したものでなければならない。例えば、もし発行会社が不実の登録書類を使用して普通株式を発行し、A株主がそれを取得し、またしばらくの間を置いて優先株式を発行し、B株主が応じた場合に、A株主は11条により救済を受けられるのに対し、B株主は原告範囲から外されることになる。一括登録制度を利用することのできる適格著名発行者として登録された発行会社は何回にもわたって、目論見書補完書類を提出して予め登録した株式を発行することができ、同じように見える株式が市場において売買されることになるが、11条の救済は不実の情報開示に直接に関わる証券発行から株式を取得した株主に限定するという論理から考えれば、11条を適用したい株主はその所有する株式が当該証券発行により取得したものと立証しなければならない。立法当時においては条文に織り込まれていなかったが、訴訟を提起した者はその原告適格を証明するためにトレーシング(tracing)が一つの法律要件となることが判例によって確定された<sup>153</sup>。

---

<sup>151</sup> Id, at 372.

<sup>152</sup> 後述本部第3章。

<sup>153</sup> Joseph A. Grundfest, *Damages and Reliance Under Section 10(b) of the Exchange Act*, 69 Bus. L. 307, 332-33 (2014); See Barnes, *supra* 133, at 273. [11条の規制範囲を公開市場において登録証券を取得した投資家に対する責任までに拡大する]; *Hertzberg v. Dignity Partners, Inc.*, 191 F.3d 1076, 1082 (9<sup>th</sup> Cir. 1999)[11条は発行市場から証券を取得した投資家だけではなく、流通市場から証券を取得した投資家にも救済を与えることができる]; *Joseph v. Wiles*, 223 F.3d 1155, 1159 (10<sup>th</sup> Cir. 2000)[流通市場において証券を取得した投資家が、その所有する証券は虚偽の発行登録書類を公表する際に発行されたものだと証明できれば、11条の原告適格を得ることができる]; *Lee v. Ernst & Young, LLP*, 294 F.3d 969, 978 (8<sup>th</sup> Cir. 2002)[流通市場において証券を取得した投資家はその所有する証券の発行を不実な情報開示を伴う証券発行まで遡ることが

トレーシングを最も簡単に証明できる者は不実の情報開示に関わる証券発行において発行会社から直接株式を取得した株主である。しかし、一般の投資家にとって、発行会社から株式を直接取得することは決して簡単なことではない。例えば、IPO 取引において、発行会社が登録届出書を提出してその効力が承認される前の待機期間中に、証券引受業者が仮目論見書や要約目論見書などを用いて一部の投資家を招いてロードショーを行なうことができ、ロードショーに呼ばれる資力を持っている機関投資家や他の証券引受人と親密な関係を有している大物投資家がそのほとんどを取得した<sup>154</sup>。一括登録制度を利用できる発行会社が登録届出書を提出したら、同じ種類の株式を何回かにわたって随時市場において発行することはでき、これらの区別の付けにくい株式が転々と市場において売買され、発行会社の発行開示における不実表示により損害を被った投資家が 11 条に基づき訴訟を提起するならば、自分が当該不実の発行開示に基づいた証券発行から株式を取得したということを証明しなければならない。

#### 1、Barnes 判決<sup>155</sup>

上記の分析によると、11 条で提訴した株主は①原始株主（発行会社から株式を直接に取得した株主）、②流通市場で株式を取得した株主、③発行会社の他の証券発行から取得した同種の株式を保有する株主<sup>156</sup>の 3 のカテゴリーに分けられるが、この 3 のカテゴリーのいずれが 11 条の保護を受けられるのかが問題となる。Barnes 判決は 11 条の原告適格について初めて判断を下した判例である。

Aileen 社は婦人スポーツウエアーの設計や生産を取り扱う上場会社である。発行済株式総数 1,019,574 株のうち、205,966 株は 1961 年の株式公開発行によって市場で流通しており、813,608 株は 2 人の役員である筆頭株主がほぼ均等に所有している。1963 年 9 月 10 日、Aileen 社が 10 万株を 1 株当たり 23.375 ドルで新規発行すると同時に、2 人の筆頭株主が 1 人ずつ 5 万株を同

---

できるなら、11 条の原告適格を得ることができる]; Demaria v. Andersen, 318 F.3d 170, 178(2d Cir. 2003)[トレーシング要件を確認した]; Krim v. PCOrder.com, Inc., 402 F.3d 489,498 (5<sup>th</sup> Cir. 2005)[トレーシング要件を再確認した]。

<sup>154</sup> Terzah Ewing & Joshua Harris Prager, Many Are Finding IPOs Still Out of Reach, Wall St. J., Feb. 28, 2000. 統計結果によると、一般株主が IPO で取得した株式の割合は発行会社が市場に売り出した株式全体の 4 分の 1 にも達していない。

<sup>155</sup> See Barnes, supra 133.

<sup>156</sup> Hillary A. Sale, Disappearing Without a Trace: Sections 11 and 12(a)(2) of The 1933 Securities Act, 75 Wash. L. Rev. 429, 442 (2000).

じ価格により市場で売り出すことにした。同年10月7日、Aileen社が業績悪化のプレス・リリースをしたところ、その後株価が下落傾向に向かい、同年年末頃には1株14.25ドルまで下落した。そこで、Aileen社の株主がAileen社が1963年9月10日の株式発行開示において、Aileen社の取締役等が会社の経営危機を既に予想していたにもかかわらず、それを公表しなかったことが1933年法11条違反に当たると主張し、訴訟を提起した結果、両者の間で和解が成立したが、自分の所有している株式が1963年9月10日の証券発行により発行されたものと立証できなかった原告が、上訴した。

本件裁判所はまず11条の文脈を分析し、「このような証券を取得した者」の「このような証券」を2通りに解釈し、狭義では当該登録書類に従って発行された株式と解するのに対して、広義では当該登録書類に従って発行された株式と同じ種類の株式と解することができ、裁判所は十分な理由を持っていない状況下において広義の解釈を取るべきではないと判断し、11条の目的と立法歴史を分析した上で、種類③の株主を排斥し、11条で損害賠償を請求することができるのは種類①株主と種類②株主のみであることを確認した。つまり、11条の原告適格が認められる者は、不実な情報開示を伴う株式発行から直接株式を取得した株主であるか、又は当該株式発行から自己に渡るまでの取引経過（トレーディング）を立証できる株主に限定される。

## 2、Kirkwood判決<sup>157</sup>

上記Barnes事件の控訴人が主張した通り、株主が証券取引をする際に、自分の取得した株式又は保有する株式は古いものなのか、それとも新しく発行された株式なのかについては分かりにくい。投資家はブローカーに指示を出すことによって株式取引を行なっているが、11条訴訟の要素を考えないとすれば、ブローカーは当該株式がいつ発行されたのかとか、誰から買ったのかとかについてあまり関心を持っていない。さらに、株式が仲買人名義（street name）で、又は証拠金勘定（margin account）において保有されていることが一般的であり、株式取引は高頻度かつ高速度で行なわれる取引であるから、ブローカーがある特定の株式を特別なアカウントを作って保有することもあまりなく、投資家が保有するある会社の株式を特定し、その取引経由を立証することはきわめて難しい<sup>158</sup>。

Kirkwood事件は裁判所が初めてトレーディングの具体的な方法について詳しく分析して判断を加えた判決である。株主である原告がトレーディングについ

---

<sup>157</sup> Kirkwood v. Taylor, 590 F. Supp. 1375 (D. Minn. 1984).

<sup>158</sup> See Barnes, supra 133, at 271,272.

て4つの方法を主張し、裁判所はそれぞれについて詳しい分析・判断を下した。

#### (1) 直接トレーシング (Direct tracing)

直接トレーシングは、最も簡単に証明するトレーシング方法である。具体的には、投資家が所有する株式は当該不実の発行開示があった証券発行に応じて取得したものであることを証明する方法である。その具体的な証明方法について、原告側である株主が①仮目論見書などの勧誘書類を所持していること、②当該発行証券を明記する株式注文書を有すること、③発行価格と一致する取得価格により当該株式を取得したこと、④証券仲買業者が当該取引について特記したコードがあることなどが直接トレーシングの例として本判決により挙げられている。

#### (2) Fungible-mass トレーシング (Fungible-mass tracing)

Fungible-mass トレーシングは本判決により名付けられたトレーシングの方法である。証券取引から証券決済までは①取引執行（証券会社が顧客の注文を受けてから市場で取引をする）、②取引照合（証券会社間で投資家取引の内容について確認をする）、③クリアリング（決済日に受渡しが行なわれる証券と受払いが行なわれる資金の金額を確定する）、④セトルメント（証券の受渡しと資金の受払い）という4つのプロセスを経る<sup>159</sup>。証券を保管して帳簿記入による取引の処理を行なう機関は証券決済機関と呼ばれている<sup>160</sup>。アメリカにおいては、株式取引の決済については DTC (Depository Trust Company) が集中的に執行している。投資家はブローカーを通じて取引を行ない、取引された証券もブローカー名義の口座を通じて間接保有している。そして、証券決済は売手の証券口座から株式清算機関である NSCC (National Securities Clearing Corporation) を通じて買手の証券口座に証券の振替を実施する<sup>161</sup>。原告株主は、本件株式発行以前に、すでに被告会社の株式を所有し、そのブローカーが DTC で設けていた口座を通じて保有している。しかし、証券会社が DTC に創設した口座は顧客単位ではなくて、すべての顧客が所有する同じ種類の株式は一つの口座を通じて保有することになり、これを Fungible-mass といい、投資家はこの Fungible-mass に対して按分比例の利益しか有していない。そして、原告は本件新株発行の後も被告会社の株式を取得した。原告のブローカーが保有する被告会社株式プールの中の約 25%が本

---

<sup>159</sup> 中島真志＝宿輪純一『証券決済システムのすべて〔第2版〕』（東洋経済新報社、2008）4頁。

<sup>160</sup> 国際決済銀行 (BIS) の定義を参照する。

<sup>161</sup> 中島・宿輪・前掲 (注160) 115頁。

件新株発行時に取得したものであるから、統計上は、原告がその所有する被告株式の中の約 25%も本件株式発行から取得したと推認することができると主張した。

これに対して、被告は以下のような反論をした。例えば、A が 1 月 3 日に被告会社株式 500 株を買うことを決め、ブローカーがその注文に従って DTC 口座に振り替えた。そして、3 月 5 日に被告会社が新株を発行し、A のブローカーがそれを買い付けてまた口座の証券プールに入れていた。原告の主張によると、A がそもそも新株発行の発行登録書類を見たこともなく、それを信頼して株式を取得したわけでもなく、さらに新株発行前に旧株式を保有していたはずであるにもかかわらず、A のブローカー口座の証券プールに対して按分比例の利益を有することを以て 11 条原告の訴訟上のメリットを享受することになり、発行会社も意図せざる過大な損害を被る危険があると被告が主張した。裁判所は被告の主張を採用し、Fungible-mass トレーシングの方法を否定した<sup>162</sup>。

### (3) Contrabroker トレーシング (Contrabroker tracing)

原告団の一部の株主は自分のブローカーを通じて被告会社の新株発行引受証券会社の自店売買勘定口座 (house account) <sup>163</sup>から株式を取得していたことから、本件新株が発行されて後 2 つの証券会社を介して取得したことが立証できるから、原告適格のトレーシング要件を満たすことができると原告側が主張した。これに対して、裁判所は原告の主張を斥けた。証券市場において買手と売手の注文条件が合わない場合には、取引の量が少なくなり、市場流動性が害されることになる。そのようなことを回避するために、マーケットメイク制度が設置され、取引所から資格を得たマーケットメーカー (market maker) <sup>164</sup>が常時買い気配と売り気配を提示して取引を促成する。裁判所の考え方によると、もし原告が主張した当該新株発行引受人がマーケットメーカーであるなら、その自店売買勘定口座には被告会社の新株だけではなく旧株も保有しているはずである。原告はこの点についての立証はしておらず、トレーシング要件が満たされたと認めることはできないと判断した<sup>165</sup>。

### (4) 承継トレーシング (Heritage tracing)

---

<sup>162</sup> See Kirkwood, supra 157, at 1378-79.

<sup>163</sup> 証券会社が投資目的で自社の資金を使って発行会社から取得した株式は自店売買勘定口座に入れる。

<sup>164</sup> 証券の場合に証券会社がマーケットメーカーとなる。

<sup>165</sup> See Kirkwood, supra 157, at 1381.

一部の原告投資家は、証券会社における店頭取引で発行会社の株式を取得し、個人名義で登録したと主張し、これらの株式が被告会社株式名義書換代理人の取引記録において番号を付けられている。被告会社の記録により、このうちの一部の株式が本件新株発行により発行された株式であるから、それを所有する原告投資家が原告適格を有すると主張した<sup>166</sup>。これに対して、裁判所は原告がこれらの株式が新しく発行された新株である可能性があるということを証明することができるが、必ずしもそうとは限らないと判断し、原告側の主張を否定した。

本判決においては、原告はBarnes事件で確立されたトレーシング法理を踏まえて、11条の原告適格を証明するために上記4つのトレーシング方法の主張を試みたが、裁判所はこれに厳しく臨み、結果的には直接的トレーシング（direct tracing）の方法しか認めなかった。しかし、上述のように、一般株主が株式発行引受業者から新株を直接取得することはきわめて難しく、新株がいったん市場に流通したら、投資家が取得した株式はブローカーの管理に置かれていることは一般的であり、それを具体化又は特定化することも難しくなり<sup>167</sup>、トレーシング要件を本判決のように徹底すると、11条で保護を受けられる投資家の範囲は大幅に縮小されることが懸念される。一方、IPOなど株式発行で原始株主（Original shareholders）となる機関投資家をはじめ大手の株主は株式を取得したら不実開示が含まれる情報がいまだ露見しないうちに市場で手放すことが通常であり、これらの投資家が損害を受けることは考えにくい。さらに、前に紹介したアメリカの証券発行開示制度と併せて考えてみれば、Form-3の適格条件を緩めることにつれ、一括登録制度を利用して証券発行する会社が増加しており、一回のIPO以外では証券を発行したことのない会社が不実の開示をしたという稀な状況を除けば、発行市場において不実の情報開示があるにもかかわらず、損害を受けているのは流通市場で株式を取得した株主になるのが一般的である<sup>168</sup>。しかし、判例により確立された11条の原告適格を満たせる投資家は決して多くないと考えられ、発行市場における不実開示民事責任を規制する33年法11条から救済を受けられる投資家の範囲はかなり限られていると言わなければならないと思われる。

### 第3節 本章の小括

証券市場は取引当事者により発行市場と流通市場という二つの枠に分けることができ、会社の重大情報に関する不実開示又は不開示もどの時点におい

---

<sup>166</sup> Id, at 1382.

<sup>167</sup> 前記 Fungible-mass 議論を参照する。

<sup>168</sup> Sale, supra 156, at 461-468.



て発行されることによって、違う法規制を加えるべきであると考えられる。その原因は発行会社が発行市場で証券取引に直接的に参加し、不実開示から直接的な経済利益を得ることができるのに対して、流通市場において株式が一般投資家の間に取引されているから、株価に影響を与える不実開示から発行会社が直接的な経済的利益を得ることができないからである。発行市場を規律する33年法では、11条を通じて発行会社に厳格な無過失責任を課すと同時に、不実開示に関与する者に対して厳しいデュー・ディリジェンスの義務を課すことには合理性があると考えられる。

しかし、証券市場の成熟度が時代とともに上がっていくことにより、証券市場の効率性も次第に高められ、発行会社に関する情報が素早く市場に浸透して、株価に反映される。上場会社の証券発行コストを軽減するため、又は証券発行効率性を上げるため、発行開示と継続開示を統合する一連の法改正を行い、上場会社の主な情報開示手段が発行開示から継続開示に変わるようになったと考えられる。

33年法が発行市場における不実開示を規制する際に、投資家保護と情報開示の真実性を確保するために、法規制に違反する者に厳しい責任を課すと同時に、流通市場における不実開示を規制する34年法10条(b)項及び規則10b-5より遥かに簡単な法的要件を11条に設けていた。しかし、現代のアメリカ証券取引のプロセスを分析すると、発行開示から損害を受けることを認める投資家の範囲を流通市場の一般投資家に無制限に拡大することも不当であるから、発行登録書類が発効してから1年以内に証券を取得した原告でなければ、11条に黙示された信頼要件に関する仮説からメリットを受けることができず、信頼要件という不実開示と自己の証券取引行為の間に存在する取引因果関係について立証しなければならない。さらに、裁判所は11条から救済を受ける投資家をトレーシング要件を満たすことができる投資家に限定した。トレーシング要件に関する判例を詳しく分析すれば、トレーシング要件がかなり厳しく定義されることで、11条訴訟から救済を受けられる投資家はきわめて限られていると考えなければならない<sup>169</sup>。アメリカの証券市場における不実開

---

<sup>169</sup> トレーシングを認めた裁判例：See, Hertzberg, *supra* 154, at 1080.[Dignity社株式は一回しか発行されていないから、原告の11条適格を認めることができる];Rosenzweig v. Azurix Corp., 332 F.3d 854, 873(5<sup>th</sup> Cir. 2003)[Azurix社が一回しか株式を発行していないから、Azurix社株主は全員11条の原告適格を有すると判断されている]; See Krim, *supra* 154, at 496.[発行会社が株式発行を一回しか行っていない場合には、トレーシング要件が満たされる]。トレーシングを立証できないことを理由に原告適格を否定した裁判例：See Barnes, *supra* 133, at 272.[流通市場において取引されている株式は新しいものかそれとも古いものかを究明することはほぼ不可能である。さらに、株式がブローカーのマージン口座を用いて取引される場合に、ブローカーは株式を

示を規制する法制度という全体像を見る際に、アメリカの不実開示を巡る民事責任がほとんど流通市場における不実開示を規制する34年法10条(b)項及び規則10b-5により追及される原因が分かるものの、発行市場の不実開示に係る民事責任規制制度と流通市場の不実開示に係る民事責任規制制度には不均衡があると言わなければならない。

〔付記〕本章第2節第1款で整理したように、11条の法文から見れば、原告投資家は発行登録書類に含まれる不実開示について、同条に基づいて発行会社の責任を追及するには、不実開示が存在する事実と不実開示から受けた損害について立証すれば十分であり、発行会社が無過失責任を有するから、原告は発行会社の故意・過失を証明する必要もない。しかし、2014年11月に、連邦最高裁判所がOmnicare事件の移送命令書 (certiorari)<sup>170</sup>において、原告による発行会社への責任追及請求を認めるために、発行登録書類に含まれる不実開示が客観的なもの (objectively wrong) だけでは足りなく、情報発表者はそれが真実と違っていることを認識する必要があると判断した。本件判決の前においても、各巡回区裁判所は発行会社の11条責任を認定するために、発行会社が不実開示について認識があることは必要であるかどうかについて見解が分かれている。それで、11条訴訟は、原告は被告の主観的要件を証明する必要がないと認定する巡回裁判区に集中していることが調査研究で明らかとなった<sup>171</sup>。連邦最高裁判所による本件判決のもとで、発行会社が証券発行を行う際の不実開示責任リスクが軽減されることになると思われる<sup>172</sup>。

---

区別せずに保持しているから、原告所有株式のトレーディングがさらに難しくなる]; *Harden v. Raffensperger, Hughes & Co.*, 933 F. Supp., 763, 766-67(S.D. Ind. 1996)[流通市場において取引されている株式の取引経由を追跡することはきわめて難しいと指摘した]; *In re Century Aluminum Co. Sec. Litig.*, No. 11-15599, 2013 WL 11887, 2(9<sup>th</sup> Cir. 2013)[ビジネス経験と常識から考えると、もしある会社が同じ株式を何回かにわたって登録発行を行なったならば、流通市場から株式を取得した株主はトレーディング要件を満たすことができないのが一般的な状況である]。

<sup>170</sup> *Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund*, Docket No. 13-435 (2014).

<sup>171</sup> Renzo Comolli & Svetlana Starykh, *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2014 Full-Year Review—Settlement amounts plummet in 2014, but post-Halliburton II filings rebound*, 8. (NERA Economic Consulting, 2015).

<sup>172</sup> Joseph M. McLaughlin, *Pleading Corporate Scier: Circuits Split on Standard*, N.Y.L.J. (Dec. 11. 2014).

<http://www.newyorklawjournal.com/id=1202678595200?keywords=Collective+Scier&publication=New+York+Law+Journal#>.

### 第3章 流通市場における不実開示についての制度設計

上場会社が一般投資家に向けて会社の財務状況などの重要な事項に関して虚偽の情報を発信した場合に、投資家がそれに誘導されて誤った投資判断をしたことにより被った損害の賠償を誰に請求すればよいかというのは、立法上の難問であると考えられる。不実開示を行なった張本人は誰か、損害を受けた者はどのような投資家か、不実開示によって利益を得ていたのは誰かなどの問題の答えにより、不実開示責任に最も適する立法政策もそれぞれ違っている。

例えば、発行会社が不実な情報を発表して証券を発行する際に、発行会社は不実な情報開示によりつり上げられた価格で投資家から資金調達することができるから、発行会社はこの不当利得である調達額を取得するために不実開示を行なう十分なインセンティブを有すると考えられる。発行会社に不実開示についての損害賠償責任を課すことは当然であり、不実開示への抑止の観点から見ても最良の手段かもしれない。それに対して、発行会社が流通市場に向けて証券法に定められる継続開示、取引所規則に定められる情報開示、または自主開示において不実な情報を発表する場合には、発行会社により発行された証券の市場価格が高騰する可能性があるが、発行会社はその直後に新たな資金調達活動を行なわない限り、一時的な信用維持、社会評判の向上や人材確保など間接的・無形的な利益しか得られない。しかも、株式会社の本質を考えると、発行会社に損害賠償責任を負わせることは発行会社の株主である投資家の負担で、不実開示から損害を受けた投資家の損失を補填することになるから、不実開示訴訟は損失を移転する効果を生じると思われる。このように、両市場における不実の情報開示の性質が違っているから、それぞれに適する法制度も違うと考えられる。流通市場における不実開示に関する民事責任制度について論じる前に、本章ではアメリカの証券法研究者が両市場の違いを意識した上で、流通市場における不実開示についての最適な法規制に関して展開している理論分析について考察を加える。

#### 第1節 流通市場における不実開示民事規制

アメリカにおいては、不実開示により影響される株式取引を直接行なう当事者は誰かということに着目し、不実開示の責任問題を考える際に、発行市場と流通市場に分けて考え、発行市場において不実開示が行なわれた場合には33年法11条を適用して発行会社は投資家に対して無過失責任を負い、不実開示に関わった発行会社の役員や公認会計士、弁護士などのゲートキーパーは過失責任を負うこととされている。流通市場において不実開示が行なわ

れた場合には、被告は発行会社であるかどうかに関わらず、投資家が 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づき、11 条により定められた法的要件に加えて、原則として相手の詐欺の意図や信頼要件を証明しなければならない構造になっている。

しかし、簡易式発行開示制度、一括登録制度の導入などアメリカの上場会社の情報開示制度の改正が進むことにつれ、アメリカの証券市場における情報開示は、証券開示から会社開示を中心とする方向に移行した。一括登録制度に基づいて、適格上場会社が一括登録届出書を提出したら、5 年間にわたり発行証券の種類・数量などの制限を受けることもなく随時証券を発行することができる。そのことが原因で、投資家が発行開示から取得できる情報量は限られており、投資家の損害を直接招いた不実の情報開示が証券発行開示に属する場面も少なくなっている。さらに、11 条により損害回復を図る投資家は、会社が不実な発行開示をした時に発行した証券を取得したことを証明しなければならないから、投資家は、原告適格を証明するためにトレーディング要件を満たさなければならない。一括登録会社が同じ種類の証券を何回かにわたり発行することができることと、アメリカにおいて証券取引の仕組みから考えて、アメリカの投資家が発行市場の不実開示責任制度により救済を受けることは決して簡単ではないと考えられる。そこで、近年においては、発行市場の不実開示責任制度を用いて損害の回復を図る判例は激減する一方で、流通市場における不実開示制度の立法論に関する議論が盛んになっている。

アメリカの証券流通市場において不実開示民事責任を追及するには、基本的に二つの方法が考えられる。一つは損害を被った投資家が 1934 年法 10 条 (b)項及び規則 10b-5 により民事訴訟を提起すること、もう一つは SEC が発行会社や他の不実開示に関して責任がある者に対して民事制裁訴訟を提起することにより課徴金を課すことである。個別の事案に対してどの方法を選択するか、或は賠償責任を誰に課すのが合理的であるかなどを考える際に、損害を受けた投資家に対する損害補償効果と不実開示に対する抑止効果という二つの効果を考慮しなければならない。投資家に対する損害補償効果を考えると、賠償資力が最もあるのは当然発行会社であるが、発行会社にこの重い負担やリスクを負わせることが合理的であるかどうかは問題である。そして、発行会社責任を中心とする法制度を確立することで、不実開示行為への抑止効果あるいは威迫的效果がどれだけ期待できるかも疑問である。日本における証券市場での不実情報開示にも同様の問題が存在しているが、この点に関する観点の違いが流通市場における不実開示に関する日米法制の根本的な違いをもたらしていると考えられる。不実開示に係る民事規制を設計する際に、発行会社を規制の中心とする法人責任と発行会社の役員を規制の中心とするエージェント責任という二つのアプローチが考えられる。アメリカでは、不

実開示に係る民事訴訟の損害賠償機能と抑止機能という二つの機能から両制度規制の優劣について研究者が詳しい分析を加えた。

## 第2節 損害回復目的の実現

株式会社の所有者は株主であるというロジックから考えると、不実開示により損害を被った投資家に対する証券発行会社の損害賠償責任を認めることは、会社に残った株主がその賠償金を負担することになるのではないかという疑問が残っている。次に、不実開示事件において、被害者になるのは誰か、受益者になるのは誰か、不実開示に係る民事訴訟によって、不実開示に不当に影響されて移転された利益を受益者から被害者に戻すことは実現できるかなどの問題が浮上した。これらの問題を巡り、近年においては、発行会社に不実開示責任を負わせること或は民事訴訟の手段で不実開示事件を処理することに対して批判の声が絶えずに上がってきた。

### 第1款 利益移転（circular問題）

1985年に、EasterbrookとFischelが不実開示など証券訴訟事件により生じる損害を論じる著名な論文を公表した<sup>173</sup>。当該論文においては、証券詐欺の本質は契約不履行の一種類であり、一方当事者が契約義務を履行するに当たり本来開示すべき情報を取引相手に提供せず、又は当該事項に関する不実の情報を取引相手に提供したことである<sup>174</sup>と解されている。契約不履行に対しては、二つの極端な規律が考えられ、一つは契約当事者がいかなる場面においても必ず契約を履行しなければならないとして履行を強制する規律であり、もう一つは契約当事者が自己の便宜に応じて契約不履行を自由に選択できることを許す規律である。合理的な規律はこの二つの形の間中間的な立場を取るものであるとEasterbrookとFischelが主張している。証券発行会社は、証券契約の当事者として契約履行と不履行のコストや利益を総合的に考慮した上で、いずれを選択するかを決めることができる。情報開示という契約義務を果たすことを契約履行行為として考えると、証券の売手としての会社が当該証券又は会社に関する情報をすべて開示することには、情報収集コスト、不実開示を防ぐために専門家に情報を認定させることに費やした時間的・金銭的成本、重要情報が同業ライバルに漏洩するリスクなどを負担しなければならない。証券市場の不実開示事件を規制する最適な制裁方式を考慮する際には、発行会社が不実開示について注意義務を果たさない場合に節約でき

---

<sup>173</sup> Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 U. Chi. L. Rev. 611(1985).

<sup>174</sup> *Id.*, at 614.

るコストや発行会社が重要な情報を開示しない場合に得られるベネフィットと、当該不実開示が他の者に生ずる純損失（net harm）を考えなければならない。

Easterbrook と Fischel は、不実開示を規制する最適な制裁方式（Optimal sanctions）について仮説を提示した。

$$\text{最適な制裁方式} = \frac{\text{不実開示により生じる純損失（Net harm）}}{\text{不実開示が発覚して訴訟を提起される確率}}$$

この公式の下で、例えば、ある事実を不開示とする場合、あるいは不実開示について相当な注意を払わない場合に発行会社が 100 ドルを節約できると同時に、一部の投資家には 200 ドルの損失が発生し、もう一部の投資家は 50 ドルの利益を得ることを想定する。このような場合に不実開示が生じる純損失は 200 ドル-50 ドル=150 ドルとなる。もし当該不実開示が発覚する確率が 100%であれば、合理的な制裁額は純損失の 150 ドルである。開示コストあるいは不実開示を調査する 100 ドルのコストと比較すれば、会社が採る合理的な選択は当該情報を開示することまたは不実開示を調査することである。もし開示コストあるいは不実開示を調査するコストが 175 ドルに上がったら、150 ドルの制裁額と比較すれば、当該情報を開示しないと会社全体では 25 ドルを節約することができるから、全株主がその利益の享受者となる。

もし当該情報不開示が発覚する確率が 50%の場合を想定すると、不実開示による生じる純損失が 150 ドルの倍の 300 ドルとなる。10 件の不実開示のうち、5 件が摘発されて 1500 ドルの制裁金が課されているのに対して、発行会社が不実開示についての注意を省くことで 1750 ドルが節約できるから、発行会社が不実開示についての注意を払わない方が株主にとって経済的である。当該方式の下で、不実開示が発覚する確率がどれくらいに関わらず、不実開示を予防するコストが不実開示による生じる損害を超えるなら、発行会社が不実開示を予防する注意を払わないことを選択するのが合理的である。

一方、200 ドルを損失する可能性のある投資家の観点から分析すれば、不実開示を調査するコストが 150 ドルから 200 ドルまでの範囲内にある場合、彼らが自己の利益のため、証券投資を行なう前に不実開示について調査を行なうことが考えられる。そして、もし投資家が責任規制の下で 200 ドルと同額の賠償金を得られるなら、このような事前調査をするインセンティブがなくなる。既に説明したように、元々発行会社にとって不実開示が発覚した場合の制裁額を 150 ドルの社会損失を上回る 200 ドルに設定することは公平性と合理性を欠くだけでなく、それは不実開示に係る民事訴訟から生じる威圧効果を必要以上に引き上げることになる。投資家に親和性のある大きな制裁額を設定するルールの下では、発行会社が重大な責任リスクを回避するた

めに、情報開示に費やすコストも大きくなる一方で、発行会社に親和性のある小さい制裁額を設定するルールの下では、投資家が損失回避のために、事前に費やす調査コストが大きくなる。従って、不実開示を完璧に解決する方法が存在するとは言えず、合理的な制度とは両者の利益均衡を一番よく取れている制度であると Easterbrook と Fischel が同論文で指摘している<sup>175</sup>。

一方、Easterbrook と Fischel は、流通市場における不実開示を一つの社会出来事として考えれば、発行会社に関するネガティブな情報を隠すような不実開示が行われた場合に、A株主がB株主から当該情報に影響されてつり上げられた価格で株式を取得し、2日後に真実が露見し、株価が下落した場面を考えると、A株主の損失はB株主の利得とイコールということになる。市場全体の投資家を一つのグループとして考えれば、不実開示が市場投資家に生じる損害と不実開示が市場投資家に齎す利益が相殺されることになり、B株主は当該不実開示を知った上で株式を手放したのではない限り、B株主は不当に利益を得た者ではないと考えられる。さらに、発行会社の旧株主であった投資家が不実開示に影響された取引で株式を手放したことにより利益を得たのに対し、新に株主となった投資家は不実開示が一部の投資家に生じる損害を賠償する責任を負わなければならないだけでなく、不実開示が発覚されたことにより生じる株価の下落と、発行会社が不実開示について損害賠償金を払うことにより生じる株価の下落という二重的な損害も甘受しなければならないことになる。もちろん、だからと言って、不実開示が社会に生ずる純損失はゼロであるとは言えなく、不実開示事件により発生する訴訟コスト、発行会社やその株主が不実開示を防ぐために費やすコスト、不実開示が社会に対して与える悪影響（例えば、不実開示事件の発覚により投資家が証券市場全体に対する信頼の毀損、発行会社とライバル関係にある会社が不実開示に影響されて誤った経営判断をすることによる損失<sup>176</sup>）なども挙げられる。しかし、流通市場における不実開示が社会に齎す純損失は不実開示により生じられる利益移転より遥かに少ないと Easterbrook と Fischel は主張する。当該理論の下では、A株主は株式を手放したことにより発行会社の株主から離脱したから、残りの発行会社株主がB株主の損害を補填することは不合理である一方で、原告投資家が不実開示により被った現実損害をベースで不実

---

<sup>175</sup> Id, at 618-621.

<sup>176</sup> 例えば、発行会社がアフリカにある事業は膨大な損失を被っているにもかかわらず、同事業を維持するために現在は同地域において資源豊富な鉱山を採知していたという虚偽の情報を社会に発信すると、発行会社とライバル関係にある会社がアフリカ進出を決める可能性も高くなる。その場合、後で当該情報が虚偽であるということが判明したら、発行会社だけではなく、ライバル会社も虚偽の情報により誤った経営判断をしたことにより損害を被ることになると考えられる。

開示訴訟における損害賠償額を算定するならば、原告の請求額は不実開示が実際に生じた社会純損失より遥かに多くなる<sup>177</sup>。

Easterbrook と Fischel の観点は、その後多くの支持を得、流通市場において会社に過剰な賠償責任を負わせるべきではないとする説の理論的な土台となっている。これらの見解によると、不実開示訴訟は損害回復目的の実現に関しては失敗していると言わなければならない。

## 第2款 アメリカ証券市場の投資家の構造

Easterbrook と Fischel の理論を要約すると、流通市場において投資家が不実開示に影響されて損害を被った場合に、不実開示集団訴訟を通じて会社が投資家に対して損害賠償金を支払うことは、会社に残った不実開示に関与していない株主から、原告となる投資家への利益移転を起こすことになり、偶々不実開示のあった期間に取引した投資家の損失が、偶々不実開示期間に株式取引をしていなかった投資家の損失で補填されることになっている<sup>178</sup>。そのような責任の認定方法は公平性に反する<sup>179</sup>。

これを受けて、アメリカの研究者は、不実開示により生じた投資家間の利益移転を詳しく分析するため、アメリカの証券市場に参加する投資家を類型化して、不実開示によりどのような投資家が損害を受けやすいか、或はどのような投資家が不実開示により利益を得やすいかについて解明することを試みた。

市場に参加する証券投資家には、分散投資をしている投資家と分散投資をしていない投資家が混在する。分散投資とは、投資家が証券投資をしている対象会社の経営リスクを回避するため、いくつかの会社の株式を同時に保有することにより、その投資リスクを分散することができる。それは投資家を

---

<sup>177</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* 173, at 639-640; Langevoort, *supra* 83, at 646-647.

<sup>178</sup> Paul Mahoney, *Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets*, 78 Va. L. Rev. 623, 635 (1992); Langevoort, *supra* 83, at 648-650; Anjan V. Thakor, U.S. Chamber Inst. for Legal Reform, *The Economic Reality of Securities Class Action Litigation 4* (2005), available at <http://downloads.heartland.org/18331.pdf>; Coffee, *supra* 66, at 1557-1558; William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 U. Pa. L. Rev. 69, 93-94 (2011).

<sup>179</sup> Merritt B. Fox, *The Continuing Evolution of Securities Class Actions Symposium: Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers do not trade?* 2009 Wis. L. Rev. 297, 302-303 (2009).



証券市場のリスクから守るための最もよい方法であると言われている<sup>180</sup>。投資ファンド、或はファンドを利用して株式投資を行なう中小投資家は分散投資をしている投資家の典型例となっている。

これに対して、分散投資をしていない投資家もさらに区分することができ、長期保有投資家、十分な情報収集力を有している短期投資家、十分な情報収集力を有していない短期投資家である<sup>181</sup>。

①まずは最もシンプルな場面を考え、不実開示訴訟が不実開示期間外株主（不実開示期間中に株式取引をしていないことが原因で、発行会社に対して損害賠償請求をすることができない現株主）から不実開示期間内株主（不実開示に影響されて株式取引を行なって損をした後に、発行会社から離脱した前株主）への利益移転を生ずるという場合である。これは Easterbrook と Fischel が上記研究で指摘した通り、このような利益移転は公平とは言い難い。一方、発行会社により開示された不実の情報に影響されて株式を取得し、不実開示の発覚により株価暴落を経験し、不実開示訴訟が提起される時点にも発行会社から離脱していない投資家は、発行会社に対して損害賠償請求を行なうことのできる原告であると同時に、損害賠償を払う発行会社の一株主でもあるから、発行会社が不実開示訴訟により損害賠償責任を負うことは同投資家にとって、不実開示による損害を左ポケットから右ポケットに移転することになる<sup>182</sup>。

②分散投資型株主。これをさらに二つの類型に分けて考えることができる。第一は、複数の取引により株式を取得し、不実開示期間内に株式を取得した株主と不実開示期間外で株式を取得した株主の地位を同時に有している投資家である。すなわち当該投資家が何回かにわたって発行会社株式を取得し、その一部は不実開示期間中に取得したものである場合に、その部分を保有する投資家は原告として不実開示訴訟を提起できる一方、会社が不実開示責任を負担することは上記のようなポケットシフトを生じることになる。第二は、投資ファンドなど複数の会社に対して株式投資を行なう投資家という典型的な分散投資型の投資家である。これらの投資家が分散投資を行うのはリスクを回避するためであるから、投資家の資金を全部同じ会社に賭けをするより、たくさんの会社に分散するほうは自己の投資リスクを減少させることができる。例えば、投資家がある証券投資から損失を被ったとしても、他の証券投資から利益を得たのであれば、損失と利益が相殺されることになる。これらの株主は不実開示から被った損害があるとしても、実はとても少なく、訴訟

---

<sup>180</sup> Id, at 309-310; Fox, *supra* 57, at 253.

<sup>181</sup> Bratton & Wachter, *supra* 178, at 94-98.

<sup>182</sup> Janet Cooper Alexander, Rethinking Damages in Securities Class Actions, 48 *Stan. L. Rev.* 1487,1503 (1996).

を提起する方がコストが大きいかもしれない。一方、例えばある分散投資法を取る投資家が 100 社の株式を保有し、ある期間においてその 100 社のうちどの会社が不実開示を行なうのかについてはランダムであり、多数の投資活動を行なう分散投資家が原告になる場合があると同時に、被告になる場合もあり、さらに同じ訴訟で同時に原告と被告になる場合もある。いずれにせよ、不実開示訴訟が提起されれば、当該分散投資家が不実開示訴訟コストやそれにより生じるダメージを回避することができない。従って、分散投資家から見れば、損害賠償機能より抑止機能の方はもっと重要であるように考えられる<sup>183</sup>。

③分散投資をしていない投資家とは、一回の株式投資により一つだけの会社の株式を所有する投資家のことである。このような投資家は大きなリスクを抱えていると同時に、約 50%の確率で不実開示事件の勝ち組になることも考えられる。調査報告<sup>184</sup>によると、このような投資家の一部は株式配当を期待して退職金で株式を取得した投資家やストック・オプションにより自社株式を所有する会社員のような長期保有株主である。小額取引には高額な手数料が発生することや、大株主より情報収集力が劣っていることなどが原因で、このような株主は株式取引を頻繁に行っていない。このような投資家は不実開示期間前から株式を保有するのが一般的であるのに対して、同じく分散投資をしていないヘッジファンドなどの大手プレーヤーは優れた情報収集力を持っているから、不実開示に迅速に反応して株式取引を行なうのが一般的なパターンである。従って、不実開示訴訟に際して最も考えられる利益移転は、長期保有株主から投機目的を抱えている大手プレーヤーへの移転ということになる<sup>185</sup>。

i 不実開示の被害者である投資家は、他の不法行為事件の被害者と違って、分散投資をすることにより、証券投資リスクを分散することができ、不実開示訴訟で損害を回復する必要は少なく、ii 機関投資家など最も不実開示訴訟から救済を受けやすい投資家集団は不実開示から救済を受ける必要はない、iii 長期保有株主と機関投資家はアメリカの証券投資家の中で最も大きい割合を占めている者であるが、これらの者にとって、不実開示訴訟は経済的に望ましいものではない、という三つの理由により、circular 問題の観点からは、発行会社に不実開示責任を負わせることで一部投資家の損害を回復すること

---

<sup>183</sup> Coffee, *supra* 66, at 1558; Alexander, *supra* 182, at 1502; Langevoort, *supra* 83, at 646-47.

<sup>184</sup> Inv. Co. Inst. & Sec. Indus. Ass'n, *Equity Ownership in America*, 2005, at 24 (2005), [http://www.ici.org/pdf/rpt\\_05\\_equity\\_owners.pdf](http://www.ici.org/pdf/rpt_05_equity_owners.pdf).

<sup>185</sup> Bratton & Wachter, *supra* 178, at 94-98 ; Coffee, *supra* 66, at 1556-1560.

は合理的ではなく、損害賠償目的の達成を期待すべきでもないと言わなければならない<sup>186</sup>。

さらに、発行会社が不実開示責任を負担することで、不実開示により生じる損害を広く分散することができるという主張もあるが、不実開示訴訟により生じる利益移転から見ると、不実開示訴訟から最も大きな不利益を甘受する投資家が分散投資をしていない長期保有株主であることが明らかである。それに対して、不実開示民事規制制度を利用できる投資家グループにおいて最も大きな割合を占めているのは救済ニーズの少ない分散投資家である点から考えると、発行会社に不実開示責任を負担させることでは、元々想定する損害分散目的を達成することができないのは明らかである<sup>187</sup>。

### 第3款 不実開示リスクの再分配

Circular 問題から展開し、不実開示のリスクも不実開示訴訟で再分配されることになっている。具体的には以下の三つの面から分析することができる<sup>188</sup>。

1 上記の分析の通り、アメリカの証券投資家を四つのカテゴリーに分けることができる。すなわち、i 投資ファンドや年金基金等分散投資を行う機関投資家、ii 情報収集力を有していない気まぐれな証券投資者、iii 長期保有投資者、iv ベンチャー企業のような優れた情報収集・分析力を有している証券投資者である。このうちのiiはもともと発行会社の関連情報に基づいて投資判断を行なったわけではなく、不実な情報開示に影響されたとは考えにくいから、不実開示訴訟により救済を受けるべき投資者ではない<sup>189</sup>と思われる。iは分散投資を通じて不実開示のリスクを分散することができるから、これらの投資家は不実開示によって損害を受けることはきわめて少ないと考えられる。さらに、不実開示訴訟が提起されることは公になると、発行会社には莫大な賠償責任を負わされる虞があるから、株価はさらに下落するのが一般的な状況であり、訴訟コストを含めてこれらの二次的な損害を考えると、i投資家にとって、不実開示訴訟こそが損害を加える行為であるとも考えられる。そして、不実開示は一部の証券取引に参加した投資家から他の不実開示訴訟提起時に会社に残った株主に移転するが、後者は必ず前者より分散投資をしているとも限らない。従って、不実開示訴訟により不実開示リスクを分散する目的を達成することができない。

<sup>186</sup> Alexander, *supra* 182, at 1500-1507.

<sup>187</sup> Fox, *supra* 179, at 304.

<sup>188</sup> *Id.*, at 303-309.

<sup>189</sup> Bratton & Wachter, *supra* 178, at 96-97.

2 発行会社に不実開示責任を負担させる合理性を説明するために、以下のような観点もある。不実開示による損害を一株当たりの損害に分けて考えると、一部の投資家が不実開示期間中<sup>190</sup>に取引された株式の損害分は不実開示訴訟により、不実開示期間中に取引されなかった株式を保有する投資家に移転することができるから、不実開示の損害を分散することができる。ただし、この理由の前提は、不実開示期間中に取引されなかった株式は不実開示期間中に取引された株式より多くなければならない。しかし、アメリカの証券市場では高い回転率を有する一方、通常不実開示が行なわれてから不実開示が発覚するまでにはある程度の長期間<sup>191</sup>を経ている点に鑑みると、不実開示期間中に取引された株式は不実開示期間中に取引されなかった株式の数より少ないとは言い難いから、不実開示により生じる損害を不実開示訴訟を通じて発行会社に移転することは損害を分散することになるとは限らない<sup>192</sup>。そして、退職金や貯金により株式投資を行なう長期保有株主は、不実開示期間中に取引されなかった株式の一番典型的な持ち主であることを考えれば、このような制度設計は不実開示リスクを分散するどころか、一番弱い投資家にリスクを集中しているようにも思われる。

3 不実開示民事訴訟制度の損害賠償機能により、証券投資家にとって、不実開示リスクを回避することはできるという考えがあるかもしれないが、情報の非対称性が存在するから、投資家はインサイダー情報を知らない限り、誰でも不実開示の被害者になる可能性がある一方、誰でも不実開示の受益者になる可能性がある。加えて、アメリカの **Fraud on the market** 訴訟の現状を見れば、原告は発行会社とその個人役員を共に訴えるのが一般的な状況であり、不実開示の責任は裁判によって確定される前に、和解で終結されることが多い。そして、保険会社が **D&O** 保険契約に基づいて発行会社と個人役員の代わりに和解金を支払っている。それが原因で莫大な保険料が発生する。さらに、弁護士費用などの訴訟コストを考えると、不実開示訴訟は **circular** 問題で不実開示から生ずる異常な利益移転を回復できないだけでなく、余計に多くのダメージを投資家、発行会社或は社会にけることになる。

不実開示リスクを一般的な証券投資リスクとして考えると、不実開示訴訟より分散投資の方が明らかに優れた方法であると **Fox** は考えている。**Fox** は、分散投資をしている投資家を火災保険会社に例えている。保険会社は多数の家から保険料を収集し、その代わりに、その中の一つの家が火災を起こした

---

<sup>190</sup> ここにいう不実開示期間とは、不実開示が行なわれてから不実開示の事実が発覚するまでの間を指す。

<sup>191</sup> *Fox, supra* 179, at 304-305, n10.

<sup>192</sup> *Id.*, at 304-305.

場合に、火災により生じる損害を全額補償することになっている。分散投資家は、多数の会社の株式を取得することで、その中の一つの会社が不祥事を起こしても、他の会社から取得した利益により損失と相殺することができる。従って、投資家が証券投資リスクから身を守る最善の方法は分散投資である<sup>193</sup>。不実開示のランダム性と不実開示訴訟により生じる利益移転に鑑みれば、分散投資により不実開示リスクを回避する考え方は合理的であると思われる。

#### 第4款 小括

不実開示訴訟の原告である投資家は損害賠償金を取得するために、発行会社と不実開示について責任のある役員を同時に被告として訴えるのが通常である。責任は裁判により解明される前に、和解により裁判が終結され、発行会社とD&O保険会社が最大の和解金負担者になっている<sup>194</sup>。さらに、調査報告<sup>195</sup>によると、濫訴問題に対応するPSLRA (Private Securities Litigation Reform Act) が行われる前に和解金額は投資家損失の約9.6%であり、PSLRAが行われた後は約5%であるから、投資家の損害は証券訴訟により補填されることができないと考えられる。さらに、アメリカ現行制度のもとで、和解金の分配を受けられるのは訴訟を提起した投資家だけであるから、不実開示訴訟を通じて不実開示から損害を被った投資家は平等的に救済を受けるわけではない<sup>196</sup>。一方、すでに論じてきた通り、不実開示が投資家同士の間の利益移転を生じていたが、インサイダー取引が含まれていない限り、一部の投資家の損失は他の投資家が取得した利益により相殺され、不実開示により生じた社会損害は投資家の損害というより、証券市場と証券発行会社の信用が損なわれること、証券発行コストが引き上げられることであると思われる<sup>197</sup>。さらに、投資家の性質ごとに考えると、不実開示訴訟から利益を受けやすい投資家は投機的な投資活動を行うヘッジファンドのような証券投資専門家であるのに対して、不実開示訴訟からダメージを受けやすいのは退職金で株式

---

<sup>193</sup> Id, at 306-310.

<sup>194</sup> Frederick C. Dunbar et al., *Recent Trends III: What Explains Settlements in Securities Class Actions?* 9 (NERA Economic Consulting, 1995). 当該調査報告によると、和解金の約68.2%は保険によりカバーされ、約31.4%は会社により支払われ、個人被告は0.4%のみを負担している。

<sup>195</sup> James D. Cox & Randall S. Thomas, *Litigation Reform since the PSLRA: A Ten-Year Retrospective: Panel One: Private Securities Litigation Reform Act: Does the Plaintiff matter? An Empirical Analysis of Lead Plaintiffs in Securities Class Actions*, 106 *Colum. L. R.* 1587, 1627 (2006).

<sup>196</sup> Alexander, *supra* 182, at 1500-1501; Bratton & Wachter, *supra* 178, at 100-101.

<sup>197</sup> Alexander, *supra* 182, at 1497; Easterbrook & Fischel, *supra* 173, at 635; Langevoort, *supra* 83, at 131-14.

投資をしたり、ストック・オプションにより発行会社株式を保有したり長期保有を目的とする小型投資家である。加えて、訴訟コストを含めて不実開示訴訟が会社にもたらす二次的な損害を考えると、不実開示が生じるダメージは、流通市場における不実開示責任を発行会社に課すことによって回復することができないと考えられる。

### 第3節 抑止目的の実現

不実開示訴訟における法人責任を支持する最も有力な理由は、発行会社には十分な賠償資力を有していることにあると考えられる。しかし、上述の通り、発行会社の責任を認めることによって、損害回復目的を実現することができないだけでなく、莫大な社会コストがかかることになっている。損害回復目的の実現ができないのであれば、次に不実開示事件の本質を突き止め、抑止効果の観点から、法人責任とエージェント責任を比較することにする。

#### 第1款 情報開示の社会的効用

法律は投資家保護の観点から情報開示を強制しているとは言え、実は情報開示をすることは発行会社に対してもポジティブな影響を与えている。発行会社が証券取引に参加しなかった流通市場において、不実開示の責任を負担すべきかどうかを考える前に、情報開示がどのような社会的効用を発揮しているのか、及び発行会社は正確な情報開示から如何なる利益が得られるのかを究明する必要があると思われる。それによって、発行会社は流通市場における不実開示から高額な資金調達をすることができない場合に、発行会社が不実開示に伴う大きなリスクを冒すまで、正確な情報開示に伴う利益を犠牲して不実開示を行なうことが合理的であるように考えられるかという問題を明らかにすることができるとと思われる。その上に、不実開示への抑止の観点から法人責任とエージェント責任の優劣について考察することが可能であると考えられる。本章では情報開示の社会的効用について詳しく分析した Fox の論文<sup>198</sup>を紹介することで、流通市場における不実開示について発行会社に責任を課すことにより、抑止効果を実現することができるのかについての分析の第一歩にしたいと考える。

##### 一 発行会社による情報開示とコーポレート・ガバナンス

会社の利益と役員個人の利益は必ずしも一致するとは限らないから、役員が会社の利益よりも自分の利益を優先して経営判断をする場合にエージェン

---

<sup>198</sup> Fox, supra 57, at 237; Fox, supra 179.

シー・コストが発生することになる。特に、株主が市場に広く分散しているような上場会社では、役員を経営行為に対する株主の監督力が弱いから、エージェンシー・コストが大きいと考えられる<sup>199</sup>。不正行為の防止という会社経営の健全性と収益性・競争力の向上など会社経営の効率性の観点から見ると、適切な情報開示は、株主により取られる法的手段や、市場の経済手段を通じてコーポレート・ガバナンスを向上させることができる。

## 1 法的手段

上場会社が適切な情報開示を行なうことにより、市場に分散する株主は会社の情報をよりよく把握することができるから、株主は法律手段を用いて役員をよりよく監視的な役割を果たすこと、エージェンシー・コストを軽減することが期待されることになり、不正行為を防止することもできる。具体的に、株主は取締役の投資判断や経営行為などの会社業務に関する情報をよりよく把握することにより、議決権を用いて適任者を役員に選任することができる。そして、役員と会社が利益相反関係に立つ場合に、株主は情報開示により、役員が法定の手続を適正に踏んでいるかどうかをチェックすることを通じて、役員を経営行為を監視することもできる<sup>200</sup>。役員は注意義務に違反して会社に損害を加えたことがわかった時、株主は代表訴訟を用いて責任を追及することもできるから、適切な情報開示制度を通じて役員に対する監視的な役割もうまく機能することになっている。このように、エージェンシー・コストを削減する効果は期待できると思われる<sup>201</sup>。

## 2 市場手段

次に、適切な情報開示が実現することにより、以下の三つの経済的な効果が生じ、それを通じて企業の収益性・競争力を向上させ、会社経営の効率性を高めることができる。

(1) 証券発行会社による適切な情報開示は、M&A市場の効率性を高めることができる。具体的には、M&A市場のプレーヤーである買手がターゲット会社を選別し、M&A取引を実施する前に、あらゆる潜在的なターゲット会社の情報をしっかり収集しなければならないので、大量の時間的・経済的なコストがかかることになる。上場会社が法律に則って適切な情報開示を行なうことにより、その経営状況が一目瞭然となり、買収会社にとって情報収集が

---

<sup>199</sup> Fox, *supra* 57, at 254.

<sup>200</sup> Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62 *U. Chi. L. Rev.* 1047, 1089-1095 (1995).

<sup>201</sup> Fox, *supra* 57, at 255-258; Fox, *supra* 179, at 311.

しやすくなり、上記のコストを削減することができ、より効率的に M&A 取引を行なうことができる。そして、会社経営状況の透明度が引き上げられることにより、役員が事業投資や会社経営などに失敗し、或は役員が会社の利益より自分の利益のために職務を執行する際に会社に大きな損害を与えた場合には、会社が M&A のターゲットになるリスクや、経営陣が交代させられるリスクが大きくなる<sup>202</sup>。経営陣が常にこういうリスクを意識しなければならないので、会社経営の効率性向上が期待できると思われる。

(2) 次に、上場会社がストック・オプションの形で役員に対して報酬を支払う場合に、適切な情報開示により、株価は発行会社の企業価値をより正確に反映することができるから、役員は自己の報酬と連動する株価を引き上げるインセンティブを有することで、企業価値を最大化するように努めることが期待できる<sup>203</sup>。

(3) 情報開示は、経営陣による新たな投資プロジェクトを行なうかどうかという経営判断に対して影響を及ぼしている。以下では Fox<sup>204</sup>の古典的ファイナンス理論と構造的ファイナンス理論という二つの観点からのこの問題についての分析を紹介する。

#### ① 古典的ファイナンス理論 (classic finance theory)

当該理論の下で、あるプロジェクトに対して投資を行なうかどうかという経営判断は株価の影響を受けるべきではない。プロジェクトを実施すべきかどうかを判断する際に、当該プロジェクトの正味現在価値 (NPV) だけを考慮すればよく、資産が生み出す将来キャッシュフローはリスクを考慮した割引率で計算された現在価値が当該プロジェクトを実施するために投入したコストより多い場合に、正味現在価値はプラスとなり、企業価値最大化を経営判断の基準として考えると、経営陣は当該プロジェクトを実施すべきである。発行会社の市場株価は経営陣が新株発行の形で融資するかどうかという経営判断に影響を及ぼすが、投資プロジェクトを実施するかどうかという経営判断に影響を及ぼさない。もしあるプロジェクトの NPV がプラスであると判断できれば、発行会社はその市場株価が低迷していることを原因に、プロ

---

<sup>202</sup> Merritt B. Fox, Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom, 95 Mich. L. Rev. 2498, 2532-48 (1997); Fox, supra 57, at 259; Fox, supra 179, at 311-312.

<sup>203</sup> Clifford G. Holderness, Randall S. Kroszner & Dennis P. Sheehan, Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression, 54 J. Fin. 435, 437 (1999); Fox, supra 57, at 259; Fox, supra 179, at 312.

<sup>204</sup> Fox, supra 57, at 260-264.



プロジェクトの実施を諦めることにはならず、別の資金調達方法をとればよいということになる。言い換えると、発行会社が有益なプロジェクトを実施するために、不実開示により株価をつり上げて資金調達することを選択しなければならないわけではないと考えられる。

## ② 構造的ファイナンス理論 (institutional finance theory)

当該理論の下では、i まず、プロジェクトを実施するために株式新規発行が必要となる場面を分析する。もし会社が当該プロジェクトを実施するために十分な資金力を有しないので株式発行を通じて外部資金調達をしなければならず、当時の株価は不実開示に影響されて不当に低下している場合を考えると、会社は不当な低価格で株式を発行しなければならず、必要な資金を集めるために、会社はより多くの株式を発行しなければならないので、株価が希薄化され、経営陣が企業価値最大化理論に従って行動するのであれば、当該投資プロジェクトの正味現在価値がプラスであっても、実施されないことになる。一方、もし会社の株価が不実開示に影響されて不当に高騰しているとする、正味現在価値がマイナスである投資プロジェクトを控えている場合を考えると、会社がこの不当な価格に乗じて新株発行を行なうことが考えられ、新たな株式発行による資金調達を行ったにも関わらず何らの投資プロジェクトも行なっていないとすれば疑わしく思われる恐れがあるから、会社にとって望ましくないプロジェクトが実施されることも考えられる。

ii 次に、会社が当該プロジェクトを実施するために、株式発行が一番低コストの資金調達方法ではない場面であっても、当該理論の下で、株価はプロジェクトの実施に影響を及ぼすことになる。供給の面から見ると、不当な株価は会社の外部資金調達条件に影響して調達コストを左右することになる。需要の面から見ると、会社が企業財務安全性の観点から、負債資本倍率

(Debt equity ratio) を一定の合理的なレベルに保つために、当該プロジェクトのために負債を負ったら、改めて株式発行を行なわなければならないことになるので、不当な株価は経営陣の債券発行や銀行から融資を受けるかどうかという経営判断に影響する。さらに、不当な株価は正味現在価値を計算する際に必要な割引率の評価に影響を与えるから、株価が不当に高い場合には、NPV がプラスとなるプロジェクトが多くなり、株価が不当に低迷している場合には、NPV がプラスとなるプロジェクトも少なくなっている。以上に述べた通り、構造的ファイナンス理論の下では、不当に高騰している株価が会社や社会にとって望ましくない投資プロジェクトを生み出しやすい一方で、不当に低迷している株価が会社や社会にとって望ましい投資プロジェクトを阻

害することになる<sup>205</sup>。それで、適切な情報開示自体が発行会社にとっては有益であるのに対して、流通市場における不実開示が発行会社の長期的な利益を害し、健全な経営に支障を来すことが明らかである。

## 二 発行会社による情報開示と証券流動性

証券市場を形成するため、売手と買手双方の気配値を公表して市場取引を積極的に作るマーケットメーカーが存在する。マーケットメーカーは売手の気配で株式を買取り、買手の気配との差額で利益を得ている。そして、この売手と買手の気配の差額をスプレッドと呼び、スプレッドが大きいほど当該証券の流通性が小さくなり、証券自体の価値も下がっていく。適時の情報開示により、買手と売手の情報格差が減少するとともに、スプレッドも小さくなるから、証券の市場流通性を高めることができる<sup>206</sup>。それで、適切な情報開示が発行会社の市場流動性を高めることにより、証券の価値を引き上げる効用があるから、発行会社にとっては有益であることが明らかである。

以上に分析した通り、情報開示は主に上記のコーポレート・ガバナンスの向上と流通市場における証券流動性の増強という二つの点において役割を果たしている。情報開示を強制する制度の最もよく考えられる制度趣旨は経営陣と株主の間に存在する情報格差を縮めることにあると思われる。発行会社が上場する際に、これからは法に定められる継続開示制度に服することを約束することで、会社の経営と所有が分離している状況下でも、経営陣が株主である投資家の監督下において常に株主利益の最大化に勤めることが確保されることで、株式会社制度が成り立つことになる<sup>207</sup>。そして、上記の分析から見ると、情報開示制度は発行会社のコーポレート・ガバナンスの向上に繋がるから、発行会社の利益にも資すると考えられる。

一方、あるレベルを超える情報開示が発行会社自身に与える不利益は利益より上回っているとしても、社会全体から見れば望ましいである場合も考えられる。例えば、ある発行会社が多くの情報を市場に開示することで、ライバル会社がその情報を分析して発行会社の長所と欠点を多く把握することができるようになる。市場競争の観点から見れば、このような情報開示が明らかに発行会社をライバル会社より不利な立場に置かせることになるから、発行会社にとっては望ましくない。しかし、このような情報開示が法律により強制されることで、ライバル会社も同じような情報を公表しなければならなくなり、当該発行会社がライバル会社に関する情報も把握できるから、より

---

<sup>205</sup> Id, at 263-264.

<sup>206</sup> Id, at 264-267; Fox, supra 179, at 312-313.

<sup>207</sup> Fox, supra 179, at 315-16.

正しい経営判断を取ることが期待できる。社会全体から見ると、このような情報開示が望ましいと考えられる。Foxの観点から見れば、情報開示について発行会社と投資家の利益が一致しているが、発行会社が経営戦略の角度から社会に望ましい情報開示より低いレベルの情報を開示するインセンティブがあると考えられるから、法は強制的な情報開示制度を設けることになった。発行会社が法律に違反するような情報開示を行なうインセンティブがあっても、理論的にはその株式を保有する投資家の利益に反することではないと考えられる。

## 第2款 不実開示を行なったのは誰なのか

1992年、ArlenとCarneyは、アメリカにおける不実開示責任を巡る紛争を整理し、不実開示事件を一つの不法行為として考え、実証分析を用いて会社を責任主体とする法制度よりエージェントの個人責任を追及する方がよりよく不実開示民事訴訟の抑止効果を果たすことはできると主張した<sup>208</sup>。

アメリカの研究者は、(1) エージェントより会社に不実開示責任を課す方がより大きな抑止効果がある<sup>209</sup>、(2) 会社に責任を負担させることにより不実開示に関するリスクを会社とエージェントに合理的に分配することができる<sup>210</sup>、(3) 会社が不実開示の責任を負担することは、不実開示から生じる多額の経済的損害を不実開示により直接損害を受けた少数の投資家から会社の株主に移転することになるから、不実開示の損害を合理的に分散することができる<sup>211</sup>という三つの理由により、発行会社を不実開示の責任主体として捉える考え方を支持してきた。

---

<sup>208</sup> Jennifer H. Arlen & William J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, 1992 U. Ill. L. Rev. 691 (1992).

<sup>209</sup> Lewis A. Kornhauser, *An Economic Analysis of the Choice Between Enterprise and Personal Liability for Accidents*, 70 CAL. L. REV. 1345 (1982); Alan O. Sykes, *The Economics of Vicarious Liability*, 93 YALE L.J. 1231 (1984); Easterbrook & Fischel, *supra* 173, at 619 (エージェントに不実開示の責任を負担させるなら、エージェントは会社との補償契約やD&O保険契約を通じてその責任を会社に移転することができるから、エージェント責任より会社に責任を負担させる方がよりよい抑止効果を齎す)。

<sup>210</sup> Reinier H. Kraakman, *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*, 93 YALE L.J. 857 (1984); Easterbrook & Fischel, *supra* 173, at 640-641 (株主は多数株式を保有することによりその所有する会社の経営リスクを分散することができるのに対して、エージェントの会社の経営に対する負うリスクは分散できないから、大きいであると考えられる)。

<sup>211</sup> John J. Musewicz, *Vicarious Employer Liability and Section 10(b): In Defense of the Common Law*, 50 GEO. WASH. L. REV. 754, 794-97 (1982).

これに対して、Arlen と Carney は、まず不実開示を一つの特異な法人不法行為として捉え、一般的な法人不法行為と比べて、（１）一般的な法人不法行為の場合、法律はエージェントが経営判断をする際に合理的なレベルの注意を払うことを求めるから、過大な責任規制を課すことで、経営判断に萎縮的な効果をもたらすことが懸念される。それに対して、不実開示責任を問題にする場合、法律はエージェントが不実開示をすることを禁ずるので、経営判断に対する萎縮効果を齎すことはない。（２）一般的な法人不法行為において、被害者になるのは第三者であるのに対して、不実開示の場合、会社の現存株主も不実開示の影響を受けているから、不実開示が損害を加えた被害者は第三者だけではなく、会社も含まれている。（３）一般的な法人不法行為の場合、エージェントと会社は不法行為後にも委任契約を継続するということが想定されるのに対して、不実開示の場合、エージェントは会社が経営不振に陥って倒産の局面にある場面であるか、エージェントの雇用契約が終了日を迎えている場面であるか、長期的な経営不振が原因でエージェントには解任される危機がある場面であるなど自分の雇用契約の「最後の期間」

（last period）に面している状況にあるのは原因で、不実開示という大きなリスクを伴う選択に迫られる場面が多い。（４）一般的な法人不法行為においては、エージェントが会社に雇われ、会社の監督下で予め定められたプロセスを経て経営判断を行い、エージェントが不法行為を行なったら、会社が第三者に対して責任を履行してから、会社が当該エージェントに対して第三者に払った損害賠償金を求償することやエージェントを解雇することなどの制裁を取ることが考えられる。それに対して、不実開示を行なう上場会社では、その所有者は市場に分散する数多くの投資家である一方、そのうちの多くは複数の会社の株式を同時に所有してリスクを分散する投資家であるから、エージェントの経営判断を厳しく監視するのは難しいことである。そして、不法行為を行なった役員に対して制裁を加えるかどうかという経営判断するのは会社の上位経営者であることを前提に、不実開示を行なう者も上位経営者である場合が多いから、会社の制裁により不実開示に抑止効果を与えることは期待し難い、という四つの理由により、不実開示に関しては法人責任よりエージェントへの責任追及を中心にする制度設計が適切であると主張する。

彼らは（１）不実開示を行なった主体は誰か、（２）どのような状況の下で不実開示が発生するか、（３）どのような理由で不実開示が行なわれたかという問題点を列記し、一連の仮説を提示し、1975年から1990年代中期までの裁判例データを用いて、その正当性を証明した。彼らの仮説によると、不実開示は会社に対して短期的な利益を齎すかもしれないが、発覚すれば会社が市場における信用を失い、証券発行により資金を調達することが難しくなる可能性が高いという点に加えて、株主が真実の情報を知らない状況下で不実開示に影響されて損害を被ることも十分ありうる点から考えて、不実開

示は会社にとっての合理的な判断とは言い難い。そして、エージェントが会社のために株主達や取締役会の指示でこのような経営判断を下したとは考えにくいから、エージェントは自分の利益のために不実開示を行なうことが推定されるなら、不実開示は一つのエージェンシー・コストであると考えられる。さらに、不実開示の発覚に伴って生じる民事責任や刑事罰などを考慮すると、エージェントにとっても不実開示はとてもリスクな選択である。データによると、エージェントは自分のキャリアが「最後の期間」(last period)に面しているときに、不実開示が最も発生しやすい。「最後の期間」というのはまた二つのパターンに分けて考えることができ、第一は会社が経営不振状態に陥り、会社の存続自体が危うくなったためにエージェントが「最後の期間」に面している場面である。第二は、会社は「最後の期間」に面していないが、エージェントがした誤った経営判断により自分を「最後の期間」に面する窮地に陥れた場面である。両者の場合において、エージェントにとって、不実開示の発覚により生じる責任問題と解雇コストが小さくなる一方で、莫大な発覚リスクを冒して不実開示を行なうメリットが大きくなる。しかし、第二の場面は言うまでもなく、第一の場面でも、投資家は複数の会社の株式を保有することによりリスクを分散することができるから、正確な情報が開示されて会社が倒産しても、多大な損害を被ることはないので、エージェントが不実開示を行なうことは株主の利益より自分の利益を優先するものと言わなければならない<sup>212</sup>。

次に、Arlen と Carney は、論文冒頭部分において取り上げた会社の不実開示責任を支持する学説の三つの観点に対する反論をする。上記(1)にいう<sup>213</sup>不実開示の法人責任はエージェント責任より不実開示に対する抑止効果があるかどうかを考える際に、不実開示を行なう主体はエージェントであるという上記分析を前提とすると、不実開示により生じる責任を会社に課すことよりエージェントに課す方がエージェントの不実開示意欲を阻害することができるかどうかには帰結することになる。エージェント責任を主張する学説の中の最も有力な理由はエージェントの資力には限界があり、不実開示責任を負担させたらエージェントが判決執行不能の状態に陥りやすいということである。しかし、エージェント責任の法的構造では、原告となる投資家がエージェントに対して民事責任を直接に迫及することとなるのに対して、法人責任の法的構造では、会社が原告に訴えられて損害賠償金を支払ったら、会社がエージェントに対して求償することになる。Arlen と Carney は、①会社が事後的求償の形を用いてエージェントに対して請求できる額は、損害を受け

---

<sup>212</sup> Id, at 703.

<sup>213</sup> 第2款冒頭部分において取り上げられた法人責任を制度中心に設定するアプローチを支持する学説上の理由その1。

た投資家が民事訴訟を用いてエージェントに対して請求できる損害賠償額を超えることはない、②不実開示事件の性質からみれば、会社は裁判よりもより容易に責任のあるエージェントを調査・制裁することはできない、③法人責任を追及されることにより、不実開示の問題が会社により事前に防がれることはない<sup>214</sup>、④エージェントに対する不実開示の抑止効果から考えて、法人責任を通じてエージェントの責任を追及することは新たなコストを形成するなど<sup>215</sup>の理由により、抑止効果の面から法人責任の優越性を否定した。

上記（２）のリスク分配の点<sup>216</sup>に関して、Arlen と Carney は、不実開示事件が一般的な法人責任と違う特質を分析した通り、不実開示は一般的な経営判断と違って、法律によって絶対に禁じられるべき行為であるから、エージェントが情報開示をする際に過剰な注意を払うことで萎縮効果が生じる虞はないので、不実開示の責任問題を考慮する際に、リスク分配の点を考えなくてもよいと主張した。上記（３）にいう損害分散<sup>217</sup>に関して、アメリカの証券市場においては毎日莫大な取引が行なわれる状況下で、不実開示に影響されて株式を売買した投資家の数は、会社に残る現存株主より少ないとは言えない一方、利益移転の観点から不実開示が生じる損害が不実開示訴訟を通じて現存株主に移転することになるから、無実な投資家の負担により損害分散効果を達成することを期待するのは正当化できないと Arlen と Carney が主張する。

#### 第４節 コーポレート・ガバナンス

---

<sup>214</sup> ①上場会社株主は市場に広く分散し、エージェントに対して有効な監視行為を行なうことは期待し難い、②不実開示を行なう者は上位経営者である場面が多く、取締役会による不実開示を事前に監視することが有効な予防方法とは考えにくい、③専門性の高い事項に関する不実開示について、その業務に直接に関わらない者は正確な情報を把握することができないから、当該不実開示を事前に監視することも期待できない。Musewicz, supra 211, at 714-715.

<sup>215</sup> 他には例えば、アメリカの D&O 保険の下で、エージェントの故意または重過失が証明されたら、D&O 保険はエージェントの賠償金を肩代わりすることはなくなるから、役員は会社と共に被告とされたら、敗訴して責任が認定されることを避けるために和解を促す傾向があることなども挙げられていた。Id, at 716.

<sup>216</sup> 第２款冒頭部分で取り上げられた法人責任を制度中心として設計するアプローチを支持する学説上の理由その２。

<sup>217</sup> 第２款冒頭部分で取り上げられた法人責任を制度中心として設計するアプローチを支持する学説上の理由その３。

既に説明した通り、情報開示により、株主と経営陣の間に存在する情報格差が縮小し、エージェンシー・コストが削減されることで、株主がエージェントの経営行為を監視することができるから、不実の情報開示が行なわれた場合に、株主が会社及び役員に対して不実開示訴訟を提起することは、コーポレート・ガバナンスの一種類に当たるとも考えられる<sup>218</sup>。流通市場における不実開示について、エージェント責任を迫及するか、それとも発行会社の法人責任を迫及するかという二つの立法上の選択を考慮する際に、上記の通り、損害回復目的と抑止目的という二つの角度から、アメリカの研究者は比較分析をしてきた。元々最も賠償資力のある発行会社に責任を迫及することで、流通市場に参加した投資家が不実開示により被る損害を補填することができるという考え方について、不実開示が生じる社会純損失を分析することにより、不実開示により投資家同士の間で利益移転が発生し、一部の投資家の損失が他の一部の投資家の利益により相殺されることが分かり、発行会社に不実開示責任を負わせることは不実開示により生じた一部の投資家の投資損失が、訴訟時に発行会社に残った無実の株主の負担になるから、法人責任の損害回復目的の根拠と合理性が説明しにくくなっている。従って、アメリカ現行の 10b-5 訴訟制度を廃止すべきではないかと批判する学説が多く存在している。そこで、発行会社の法人責任を規制中心とするアプローチを支持する研究者は、コーポレート・ガバナンスの観点から、その合理性を裏付けようと試みた<sup>219</sup>。

不実開示訴訟のコーポレート・ガバナンス効果は、Romano が 1991 年に株主訴訟について行なった実証研究から発展してきた考え方である。Romano の研究によると、株主が注意義務及び忠実義務に違反した取締役に対して訴訟を提起して責任を迫及することは、コーポレート・ガバナンスの一環として、取締役の不正な経営行為について監視することとなり、株主が株主訴訟という武器を使って、取締役の利益と自分の利益を連携させるインセンティブを取締役に与えることができる<sup>220</sup>。情報開示という経営行為について不正がある場合に株主が提起する不実開示訴訟も当然に株主訴訟の一種類としてコーポレート・ガバナンスの効果を果たすことができると考えられる<sup>221</sup>。さ

---

<sup>218</sup> Roberta Romano, *The Shareholders Suit: Litigation without Foundation?*, JLEO, V7 N1, 55 (1991); Pritchard, *supra* 83; Robert B. Thompson & Hillary A. Sale, *Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism*, 56 Vand. L. Rev. 859 (2003); Bratton & Wachter, *supra* 178.

<sup>219</sup> Fox, *supra* 179, at 327-328; Lawrence E. Mitchell, *The Continuing Evolution of Securities Class Actions Symposium: The "Innocent Shareholder": An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class-Action Lawsuits*, 2009 Wis. L. Rev. 243 (2009).

<sup>220</sup> Romano, *supra* 218, at 55.

<sup>221</sup> *Id.*, at 57.

らに、①注意義務と忠実義務というアメリカの州会社法が取締役に対して課している義務に対して、不実開示責任という連邦法により定められた責任は取締役だけではなく、情報開示という職務に関与する役員もすべて含まれている<sup>222</sup>、②上場会社株主にとって、情報開示が会社経営を把握するのに最も重要な手段である<sup>223</sup>、③コモンロー上の詐欺と比べて、流通市場の不実開示訴訟は原告と被告の取引当事者性（privity）を要求しない<sup>224</sup>、④効率的市場仮説（Efficient Market Hypothesis）の下で、10b-5 訴訟原告は不実開示を信頼して取引したから損害を受けたという信頼要件を求めない、などの特徴が原因で、不実開示訴訟はアメリカにおいて頻繁に提起されている<sup>225</sup>。それで、会社法上の株主訴訟より、証券法に定められた不実開示訴訟はコーポレート・ガバナンスの構築に大きな役割を果たしていると考えられる。

一方、前記損害回復目的の部分で説明した通り、アメリカの流通市場における不実開示訴訟現状から見ると、原告である投資家と原告弁護士は最も大きな損害賠償金を取得するために、発行会社と不実開示に関与する役員を被告として訴えることが多いが、役員は不実開示責任を裁判で認定されることを恐れて、判決が出る前に会社の意思決定機関として原告と和解するのがほとんどのケースである。役員は発行会社と共に 10b-5 訴訟の被告に挙げられた理由は、その場合に和解金が取得しやすいことにあるから、役員の責任が慎重に追及され、証明されることはあまりないのがアメリカの実情である<sup>226</sup>。和解手続は当事者の意思に任せることになるから、裁判官は和解内容についていっさい関与しない。原告として、和解金の支払を受けられれば、誰が損失を負担するかについては無関心であるので、最終的には発行会社を通じて D&O 保険金でカバーされるのが一般的であり、役員が和解金を負担するのは、発行会社が破産する場合、不実開示事件が D&O 保険の免責事項に該当する場合、役員の刑事責任が追及される際に和解金の提供が刑事訴追の減刑条件とされる場合などごく稀な場合である<sup>227</sup>。しかし、アメリカの不実開示訴訟の現状では、発行会社が不実開示訴訟の多額な和解金を負担しているとは言え、調査報告によると、その後にはほとんどの発行会社が不実開示に関与する役員や CEO を免職することや、不実開示訴訟の被告として訴えられた役員は SEC

---

<sup>222</sup> Thompson & Sale, supra 218, at 864-869.

<sup>223</sup> Id, at 878-880.

<sup>224</sup> コモンロー上の詐欺では、原告と被告の間には当事者性が存在しなければならないのに対して、流通市場の不実開示訴訟の場合、発行会社や役員が被告となっているが、これらの者は不実開示に影響された投資家である原告との間には、直接的取引関係を存在しないにもかかわらず、責任が追及されることになる。

<sup>225</sup> Thompson & Sale, supra 218, at 881-883.

<sup>226</sup> Coffee, supra 66.

<sup>227</sup> Id, at 1551-1552; Alexander, supra 182, at 1499.



に目をつけられ、刑事罰や行政罰を問われることも多い点から見れば<sup>228</sup>、発行会社の法人責任を追及することは一定のコーポレート・ガバナンスの効果が期待できると同時に、不実開示に対する抑止効果もある程度期待できると考えられる。

コーポレート・ガバナンスの観点から見ると、これらの株主は発行会社役員を選任や経営行為の監視について最も重要な役割を期待すべきはずであるから、不実開示という不祥事の発生について、これらの株主は無実な者ではないと考えられ、普通に株主としての監視の役目を果たしていないから、このような結果になると思われる。発行会社は、不実開示訴訟の原告である投資家が不実開示から受けた損害のすべてを賠償する責任を課すのは行き過ぎであるが、ある程度の責任を負担するのは合理的であると考えられる。従って、原告弁護士が和解金目的で不実開示集団訴訟を起動するというアメリカ現行の 10b-5 訴訟制度の下で、発行会社は原告投資家が請求する損害賠償金のすべてを負担しているわけではなく、それより遥かに少ない和解金、訴訟費用など不実開示の訴訟コストを負担しているから、コーポレート・ガバナンスの観点や不実開示抑止目的の観点から、現行の 10b-5 訴訟制度には存在価値があるのではないかと主張する観点もある<sup>229</sup>。

## 第 5 節 本章の小括

本章はアメリカにおいて流通市場における不実開示民事規制についての学説上の議論を整理した。日本では不実開示民事規制の実効性を高めるために、発行会社に厳しい責任規定を導入したのに対して、アメリカは集団訴訟制度を証券訴訟に導入することにした。理論的に見れば、アメリカの証券発行会社が他の責任者に比べて特に重い責任を負担しているとは言えないが、不実開示訴訟が容易に提起できることで発行会社が大きな訴訟リスクを面している一方、ほとんどの訴訟が和解により終結されることで、訴訟現状において、発行会社が損害賠償金ではなく和解金の形で不実開示責任を負担していると考えられる。

アメリカの証券法研究者は流通市場における不実開示民事規制の制度設計について、損害賠償機能と抑止機能またはコーポレート・ガバナンス機能の観点から、発行会社に不実開示責任を負わせる制度の優劣についていろいろな分析を展開した。発行会社にすべての不実開示責任を負担させることは合理的ではない一方で、抑止目的を達成できる最適の手段でもないという点に

---

<sup>228</sup> Bratton & Wachter, supra 178, at 111-114.

<sup>229</sup> Fox, supra 179, at 327-328; Mitchell, supra 219, at 243.

において一致している。これらの議論や主張がアメリカの制定法改正や裁判所の判決文においてはめったに引用されないとは言え、アメリカの流通市場における不実開示民事制度の変遷から見て、立法者は流通市場における不実開示民事訴訟の問題点を意識しながら、法改正活動と判例法理を形成しているのではないかと思われる。次章はアメリカにおいて流通市場における不実開示規制の制度変遷を整理しながら、発行会社の責任規制がどのように変化していくか、または立法者が不実開示民事訴訟の損害賠償目的と抑止目的を実現するためにどのような工夫をしたのかという問題に重心を置き、流通市場における不実開示規制制度の輪郭を明らかにする。

## 第4章 流通市場における発行会社の不実開示責任

本章は、第3章で整理した流通市場における不実開示民事規制に関する制度設計上の議論を踏まえて、流通市場における不実開示責任を規制する34年法10条(b)項及び規則10b-5の歴史や特徴を整理した上で、サイエスタ、重大性と信頼要件という三つの法的要件に関する判例法理を整理することによって、証券発行会社が現代アメリカ流通市場における不実開示規制制度の下でどのような責任リスクを有するのか、10b-5訴訟からどのような不利益を甘受しているのかという問題を明らかにしたい。

### 第1節 流通市場における不実開示責任に関する規定

#### 第1款 34年法10条(b)項及び規則10b-5

1934年に証券取引所法が制定され、その中に証券詐欺の規制を目的とする10条(b)項が設けられたが、同項は店頭取引における相場操縦等の詐欺的行為を規制する権限をSECに付与するために制定された規定であった。SECは10条(b)項の内容を具体化するため規則10b-5を作成し、何人も直接又は間接に、Ⅰ詐欺を行うための策略、計略または技巧をすること、Ⅱ報告をする際に重要な事実に関して不実表示又は不表示をすること、Ⅲ詐欺又はその恐れのある行為、慣行又は業務を行うことをしてはならないと定めた。

1942年、ボストンのある会社が前年度の4倍も超える業績を挙げているにもかかわらず、代表取締役は当該会社が経営不振に陥ったという不実な情報開示をしながら、大量の株式買付行為を行なったというインサイダー取引事件があった。当時、証券取引詐欺行為を規制する規定としては33年証券法17条があった。しかし、同条は売却者の詐欺的行為を規制するための規定であり、市場から株式を買付ける当該代表取締役の行為に対しては適用できない。SEC規則制定者はこの溝を埋めようと考え、33年法17条と34年法10条b項を組み合わせることを考案し、売却側だけではなく買付側による詐欺行為も規制対象とする規則10b-5を制定した<sup>230</sup>。

続いて、1943年のWard La France Truck Corp判決は、規則10b-5が情報開示義務に関して規制制定権限を有することを明らかにし<sup>231</sup>、1946年の

---

<sup>230</sup> Insurance v. Bankers Life & Casualty Co, 300 F. Supp 1083, 1094 (1969); Stewart v Bennett, 359 F. Supp 878, 881 (1973); See Blue Chip Stamps, supra 75, at 736.

<sup>231</sup> In re Ward La France Truck Corp., 13 S. E. C. 373, 381 (1943).

National Gypsum 判決<sup>232</sup>は、規則 10b-5 を証券民事訴訟における黙示の訴訟原因として認めた。規則 10b-5 は議会により制定された成文法ではないが、33 年証券法又は 34 年証券取引所法の規定と同じ効力を持つことが Hughes 判決<sup>233</sup>によって確認されてから、裁判所はこの立場をより一般的に取ってきた。それ以降、1960 年代から 1970 年代半ばまでの間もこの問題について議論があったが、SEC が制定した規則は議会から得られた立法権限を超えない限り、制定法と同じ効力を持つことが広く認められた。そして、1971 年の Superintendent of Ins 事件判決<sup>234</sup>において、連邦最高裁は規則 10b-5 の黙示的な民事訴訟原因としての役割を正式に認めた。それ以来規則 10b-5 は不実開示、インサイダー取引、ブローカー・ディーラーによる不当な投資勧誘、相場操縦など様々な不公正証券取引の場面において包括的な反詐欺条項として使われてきた。

## 第 2 款 不実開示を規制する他の 34 年法規定

10 条(b)項及び規則 10b-5 は黙示的な私的訴訟原因として認められているのに対して、流通市場を規制する 34 年法においては、18 条、20 条という不実な情報開示の民事責任を明示的に規制する条文も置かれている<sup>235</sup>。ここでは、これらの規定を紹介した上で、10 条(b)項及び規則 10b-5 との相違を比較することにする。

### 一 34 年法 18 条(a)項

34 年法 10 条(b)項及び 10b-5 は元々 SEC に証券詐欺的な行為を規制する権限を付与するために制定された規定であり、詐欺的な行為から損害を受けた投資家に救済を与えるため、黙示的な私的訴訟原因として特別に認められているのに対して、18 条(a)項は流通市場における不実開示に関わる民事責任を規制する明示的な規定である<sup>236</sup>。

10 条(b)項は証券詐欺的な性質を有する行為を包括的に規制する規定としての役割を果たしているから、書面資料に含まれる不実開示を規制するだけでなく、投資家の投資判断に影響する口頭による情報公表も適用対象とな

---

<sup>232</sup> See Kardon, *supra* 64.

<sup>233</sup> Hughes (Arleen W.) v SEC, 174 F.2d 969,973 (DC Cir 1949).

<sup>234</sup> See Superintendent, *supra* 64, at 13 n9.

<sup>235</sup> Grundfest, *supra* 153, at 331-43.

<sup>236</sup> *Id.*, at 339.

っている。一方、18条(a)項は発行会社が34年法に基づいてSECに提出する書類に含まれる不実開示だけが適用対象となっている<sup>237</sup>。

また、18条(a)項は10条(b)項と同じく、発行会社という情報発信者だけの責任を規制するわけではなく、発行会社の役員や会計士など不実開示に関わる者の責任も認めることもできるが<sup>238</sup>、原告は10条(b)項に基づいて責任追及しようとする、被告のサイエントを証明しなければならないのに対して、18条(a)項の下では、被告は自分が当該不実開示について善意であること、又は自分が当該情報発表に対して Good Faith であったことを証明することによって責任を免れることができる。

さらに、18条(a)項と10条(b)項との最も違うところは、原告である投資家の不実開示に対する「信頼」という法的要件についてである<sup>239</sup>。18条(a)項の下では、原告は自分が当該不実開示を含むSECの提出書類を見てから投資判断をしたと証明しなければならず、もし原告は当該書類ではなく、他の方法によって当該不実開示内容と類似する情報を知ったとすると、18条(a)項を用いて被告の責任を追及することはできない<sup>240</sup>。それに対して、10条(b)項の下では、原告は18条(a)項の厳格な信頼要件を満たさなくても、Basic判決により確立された Fraud on the market 理論に基づいて、証券取引市場が効率的であるということを前提に、発行会社に関する情報はすべて市場価格に反映されていることを踏まえ、原告である投資家が市場価格を信頼して取引する以上、10条(b)項及び規則10b-5の信頼要件は満たされていると見なされる。Fraud on the market 理論はもちろん反証の余地を許すが、事実上これは非常に難しく、ある調査報告によると、当該理論は Basic 判決により確立さ

---

<sup>237</sup> 15 U.S.C. § 78r(a) (2012); *In re Stone & Webster, Inc., Sec. Litig.*, 253 F. Supp. 2d 102, 135 (D. Mass. 2003)[不実の情報開示を含む書類は法律上提出義務のある書類ではなく、法律に定める提出手続を経ているわけではないという理由により、原告の請求を支持しなかった]; *Cohen v. Stevanovich*, 722 F. Supp. 2d 416, 427 (S.D.N.Y. 2010)[SECに提出した書類の中に不実開示が含まれていることを立証することができなかったため、原告の請求を認めなかった]。

<sup>238</sup> *Grundfest*, supra 153, at 339, n175.

<sup>239</sup> *Id.*, at 340.

<sup>240</sup> 15 U.S.C. § 78r(a) (2012); *Heit v. Weitzen*, 402 F.2d 909, 916 (2d Cir. 1968)[原告は発行会社がSECに対して提出した10K報告書を実際に信頼したことが18条により救済を受ける前提であり、推定上の信頼を証明することは十分ではない]; *Cyber Media Grp., Inc. v. Island Mortg. Network, Inc.*, 183 F. Supp. 2d 559, 578 (E.D.N.Y. 2002)[裁判所は原告の主張から被告がSECに対して提出した書類の中に不実開示が含まれることを推断することができないから、原告の主張を支持することができないと判断した]。

れてから約 25 年間の間、僅か 6 件事件においてのみ、被告により **Fraud on the market** への反証が認められたにすぎない<sup>241</sup>。

以上述べた規制範囲、サイエンタについての立証責任、信頼要件についての立証責任という三点の違いから、原告にとって 10 条(b)項及び規則 10b-5 は 18 条(a)項より遥かに使いやすいものとなっている。

## 二 34 年法 20 条

34 年法 20 条は、33 年法 15 条と同じく、証券詐欺の性質を有する行為を行う者の支配者の連帯責任を定めている<sup>242</sup>。33 年法 15 条は 33 年法 11 条と 12 条に定められた責任者を支配した者の第二次的な民事責任を定めているのに対して、34 年法 20 条は 34 年法に違反した者の支配者の第二次的な民事責任を規制する包括的な法文である。

34 年法 20 条に定められる支配者責任はコモン・ロー上の代位責任 (*respondeat superior*) と似ているが、代位責任の下で、従業員が業務執行をする際に違反行為をした場合又は業務上の便宜を利用して違反行為をした場合に<sup>243</sup>、従業員の使用者が代位責任を負うことになり、支配者の第二次的な民事責任を定める 34 年法 20 条の下でも、原告が支配者の責任を追及するためには第一次的な違法行為者が存在することを証明しなければならない<sup>244</sup>。つまり、もし A が B の支配者であり、B が 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 に定められた違反行為をしていた場面において、原告投資家が A の 34 年法 20 条責任を追及したいのなら、B の 10b-5 責任がまず成立しなければならないことになる。被告が 34 年法 20 条責任を免れるためには、自己が **Good Faith** にしたがって行動したことや、被支配者の違反行為を誘導していなかったことを証明しなければならない<sup>245</sup>。一見したところでは 20 条は立証責任の転換された過失責任であるが、支配の意義について各巡回裁判区裁判所の見解が一致せず、被告が 20 条責任を負うと認定するには、原告は被告が違反行為に関与したこと (*culpable participation*) を証明しなければ、被告が第一次違反行為者の支配者として認めることはできないというアプローチを取

---

<sup>241</sup> Grundfest, *supra* 153, at 360.詳しくは本章第 2 節第 3 款を参照する。

<sup>242</sup> 15 U.S.C. § 78t (2012).

<sup>243</sup> J. Christopher York, *Vicarious Liability of Contrlling Persons: Respondeat Superior and the Securities Acts-A Reversible Consensus in the Circuits*, 42 *Emory L. J.* 313, 327-328 (1993).

<sup>244</sup> Paul Vizcarrondo, *Liabilities Under the Federal Securities Laws*, 128 (2013). <http://www.wlrk.com/docs/OutlineofSecuritiesLawLiabilities2013.pdf>.

<sup>245</sup> *Id.*, at 134.

る裁判所も少なくない<sup>246</sup>。当該アプローチは投資家保護という 34 年法の趣旨に反するという批判もある<sup>247</sup>が、20 条の法的要件はまだ明確とは言えないから、原告投資家が同条に基づいて権利救済を行うことは容易ではないと言わなければならないと思われる。

## 第 2 節 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件

前記の通り、流通市場における不実開示について、アメリカでは 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 により対処されている。しかし、34 年法 10 条(b)項は元々私的救済に用いられることは、立法当時意図されておらず<sup>248</sup>、SEC が日々生じる証券詐欺に対処することができるようにするための公的権利を行使する根拠として制定された包括的な規定であるから、私的救済の手段として使われる際の法的要件は議会によって明確にされていない<sup>249</sup>。しかも、10 条(b)項及び規則 10b-5 の黙示的な民事訴訟原因としての役割は判例法によって確認されているから、裁判所は判例法において民事規制として使われている 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件を決めるのも自然なことであると思われる<sup>250</sup>。従って、連邦最高裁判所はこれまでに下した 28<sup>251</sup>の判断を通

---

<sup>246</sup> Matthew T. McLaughlin, *One Statute, Three Interpretations, and an Emerging Consensus: Establishing § 20(a) control person liability in the Southern District, N.Y.L.J.*, Sep. 6, 2011, [https://www.venable.com/files/Publication/78c76969-5d83-4a32-8f2a-52735ee6706f/Presentation/PublicationAttachment/05d7a4f3-cc76-4b67-8d05-58432221fe07/NYLJ\\_One\\_Statute\\_Three\\_Interpretations.pdf#search='culpable+participation'](https://www.venable.com/files/Publication/78c76969-5d83-4a32-8f2a-52735ee6706f/Presentation/PublicationAttachment/05d7a4f3-cc76-4b67-8d05-58432221fe07/NYLJ_One_Statute_Three_Interpretations.pdf#search='culpable+participation').

<sup>247</sup> Harold S. Bloomenthal, *Securities Law Handbook* § 27: 69 (2009).

<sup>248</sup> See Kardon, *supra* 64, at 513; See Blue Chip Stamps, *supra* 75, at 729; See Ernst & Ernst, *supra* 76, at 196; Lampf, Pleva, Lipkind, Prupis & Petigrow v. Gilberston, 501 U.S. 350, 358 (1991); See Stoneridge, *supra* 87, at 157[証券取引所法は 10 条(b)項に私的救済機能を付与していない]。

<sup>249</sup> See Central Bank, *supra* 88, at 173; See Lampf, *supra* 248, at 358-59; See Ernst & Ernst, *supra* 76, at 196; See Blue chip stamps, *supra* 75, at 737.

<sup>250</sup> See Blue chip stamps, *supra* 75, at 737; Musick, Peeler & Garrett v. Emp'rs Ins. Of Wausau, 508 U.S. 286, 295 (1993); Grundfest, *supra* 153, at 323-324.

<sup>251</sup> See Superintendent, *supra* 64, at 9-11[10 条(b)項の私的訴訟原因としての役割を再び肯定し、10 条(b)項違反行為により損害を被ったのは個人であるか法人であるかということはその者が 10 条(b)項に基づいて責任を追及できるかどうかに関係ないと指摘した]; *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 152-54 (1972)[不備な情報開示を問題とする 10b-5 訴訟において、信頼要件を証明できる直接証拠が存在するかどうかは 10 条(b)項及び規則 10b-5 による権利救済の必要条件ではない。必要とされるのは、合理的な投資家が投資判断をする際に当該開示されない情報を重要だと認識できるほど

---

の重大性があることについて、証明できる情況証拠があるかどうかである]; See *Blue chip stamps*, supra 75, at 725-49[10b-5 民事訴訟を用いて損害賠償を請求できる者は不実開示に影響された証券取引の当事者でなければならない]; See *Ernst & Ernst*, supra 76, at 213-14[1,10b-5 訴訟は過失行為を規制することができない; 2, 10b-5 民事訴訟の原告は被告の 10b-5 責任を追及するために、被告のサイエントを証明しなければならない]; See *TSC Indus*, supra 138, at 449[立法目的から考えると、情報開示から遺漏された情報が重大であるかどうかというのは、合理的な株主から見れば、当該情報は議決権を行使する際に重要な考慮要素になるかどうかを判断することである]; *Santa Fe Indus., Inc. v. Green*, 430 U.S. 462, 473 (1977)[10 条(b)項の文言から、国会が情報改ざん行為と詐欺的行為の性質を有しない行為を禁ずることは推察できない]; *Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680, 691-95, 701 (1980)[SEC が 34 年法 10 条(b)項に基づいて民事制裁訴訟を提起して責任を追及する際に、サイエントについての立証は必要不可欠である]; *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 660-662 (1983)[インサイダー取引事件]; *Bateman Eichler, Hill Richards, Inc. v. Berner*, 472 U.S. 299, 305 (1985)[インサイダー取引事件]; *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647, 667 (1986)[原告は 33 年法 12 条(2)項と 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて責任追及の訴えを提起したが、本件判決において一番大きな争点は、原告が本件証券取引行為から得られる課税上の優遇措置は、12 条(2)項に認められる契約解除により得られる救済と相殺できるかどうかということである]; *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 239-40, 247 (1988)[1, TSC Industries 判決が提示した「重大性」についての判断基準は 10 条(b)項及び規則 10b-5 の文脈に適合する; 2, 合併の文脈において「重大性」の意味は各事件の事実背景によって異なる; 3, 裁判所は 10 条(b)項及び規則 10b-5 の「信頼」(reliance)要件を判断する際に、*Fraud on the market* 理論という反論を許す推定を適用することができる]; See *Lampf*, supra 248, at 361 [裁判所は 10 条(b)項及び規則 10b-5 除斥期間を定めていた。違反事実が発生してから 3 年以内、原告が違反事実を知ってから 1 年以内に訴訟を提起しなければならない]; See *Musick*, supra 250, at 297-98 [10b-5 訴訟で責任が認められた者は当該 10b-5 責任について連帯責任を負うべき他の訴訟外の者に対して求償する権利がある]; See *Central Bank*, supra 88, at 647 [原告は 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて民事訴訟を提起する形で補助教唆責任を追及することができない]; *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 647 (1997)[34 法 10 条(b)項に定められた刑法上の責任はインサイダー取引の不正流用論に基づくものだと指摘した]; *The Wharf Holdings Ltd. V. United Int'l Holdings, Inc.*, 532 U.S. 588, 594-97 (2001)[規則 10b-5 は証券が売り出される際に当事者間に締結された口頭合意にも適用する]; *SEC v. Zandford*, 535 U.S. 813, 820 (2002)[34 法 10 条(b)項及び規則 10b-5 の文言に含められる「証券の売買に関連する」という表現を広義に解釈した]; See *Dura*, supra 81, at 342-46[原告はただ自分が人為的につり上げられた株式価格で取引したことだけを証明するのは 10 条(b)項の因果関係を立証したとは言えない]; *Merrill Lynch v. Shadi Dabit*, 547 U.S. 71, 84-85 (2006)[10 条(b)項及び規則 10b-5 の条文に用いられる「証券の売買に関連する」という表現を広義に解釈した]; See *Tellabs*, supra 80, at 322-23[被告が裁判所に対して原



じて、10条(b)項及び規則10b-5の法的要件を明確にしている。2011年に連邦最高裁判所がMatrixx事件判決<sup>252</sup>において判示した通り、投資家である原告は10条(b)項及び規則10b-5を用いて民事訴訟を提起する際には、①被告が重大な不実開示を行なったこと、②サイエント（詐欺の意図）、③不実開示と原告による取引行為との間に関連性があること、④信頼要件（原告は不実開示に影響され株式取引が行なわれたこと）、⑤経済的な損害が存在していること、⑥因果関係（不実開示と原告が被った損害との間には因果関係が存在していること）、という六つの法的要件を満たさなければならないと明示した。

しかし、現実のアメリカの訴訟状況を見ると、原告が裁判所にクラスとして承認されたら、被告会社及び役員は裁判からの更なる不利益を被ることを

---

告による訴えの却下を申し立てる際に、裁判所は原告により提出された情況証拠が詐欺の意図を強く推論するかどうかを判断する際に、合理的な反対推論も考慮しなければならない]; See Stoneridge, supra 87, at 158 [10条(b)項は黙示的な私的救済根拠として第二次的な教唆・幫助責任を規制することができない。原告が第二次な教唆・幫助行為を行う者に対して責任を追及するためには、10条(b)項及び規則10b-5に定められるすべての法的要件を立証しなければならない]; Morrison v. Nat'l Austl Bank Ltd., 130 S. Ct. 2869, 2884 (2010)[10条(b)項の規制対象はアメリカ国内に行なわれる証券取引に限定する]; Merck & Co. v. Reynolds, 559 U.S. 633, 637 (2010)[(1)投資家が不実開示を気づいた時、或は(2)合理的かつ注意深い投資家なら、当該開示行為は10条(b)項及び規則10b-5違反行為に当たると気づくはずというような場合に、投資家は10条(b)項及び規則10b-5に基づいて訴訟を提起することができる]; Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano, 131 S. Ct. 1309, 1313-14, 1318-23 (2011)[不実開示事項の重大性についての判断基準は、合理的な投資家から見れば、当該不実開示事項は投資判断を決める際の参考情報の総量を変えるかどうかである。そして、裁判所は同判決において、有意な統計データにより裏付けられなければ、投資判断に影響を与える重大な事項ではないというような重大性についての明確的な判断基準を否定した]; See Janus, supra 90, at 2302[10条(b)項及び規則10b-5の立法目的に鑑み、不実開示を行う者は開示内容又は開示方法などについて最終的な決定権を有する人や法主体でなければならない]; Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 131 S. Ct. 2179, 2184(2011)（以下ではHalliburton I判決に略称する）[因果関係についての立証は原告クラスが承認されるための前提ではない]; Amgen Inc. v. Conn. Ret. Plans & Trust Funds, 133 S. Ct. 1184, 1191 (2013)[FOTM理論の下に、クラス承認段階において、不実開示事項の重大性についての立証は必要不可欠なものではない]; Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 82 U.S.L.W. 4522(2014)（以下ではHalliburton II判決に略称する）[被告は不実開示が証券の市場価格に影響を与えなかったことを立証することで、FOTM理論に対して適切な反証が行なわれたと認められる]。

<sup>252</sup> See Matrixx, supra 251, at 1317-18.

回避するために、和解により裁判を終結させることが多い。各法的要件についての学説上の分析と議論が盛んであるとは言え、実際の裁判を経て判決により判断されることは非常に少ない。本稿はアメリカ流通市場における不実開示に関する制定法と判例法の変遷と現状について分析し、現行制度の下で、発行会社がどのような場合に不実開示責任を追及されることがあるのか、発行会社が実際に不実開示訴訟からどのような不利益を受けているのか、不実開示に関与する各責任者がどのように不実開示から生じる責任を分担するのか、不実開示から損害を受けた投資家がどのような形で救済を受けているのかという問題について考察することを目的としている。損害と因果関係について学説上の議論が盛んに行なわれているとは言え、訴訟を提起する投資家が終局判決に基づいて損害賠償を取得するのは稀である。それに対して、サイエンタ要件は、どのような場合に発行会社の不実開示責任が認められるかについて重要な法的要件であり、重大性要件は、どのような不実開示が 10b-5 訴訟を引き起こす理由となるかについて大きく関係する法的要件であり、信頼要件は現代アメリカにおける流通市場における不実開示訴訟の最も重要な特徴的要件であるから、アメリカの規制の現状を考察するにはこれらの要件の検討は必要不可欠ではないかと思われる。本章ではこれらの問題意識を踏まえて、この三つの法的要件について考察することにより 10b-5 判例法理の変遷を整理したい。

## 第 1 款 サイエンタ

流通市場における不実開示についての民事責任は 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 により規制されるから、責任主体が発行会社であるか役員であるかに関わらず、適用する法的要件はすべて同じである。発行会社はどのような不実開示リスクを負わされているか、またはどのような場合に発行会社の責任が認められることになるかという問題を解明するために、どのような場合に発行会社にはサイエンタがあると認められるかを明らかにしなければならない。従って、本款は 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 サイエンタ要件の意味、または PSLRA により引き上げられたサイエンタの立証基準を解明した上で、会社のサイエンタに関する判例法理について考察を加える。

### 一 サイエンタの範囲

1976 年、連邦最高裁判所は *Ernst & Ernst v. Hochfelder*<sup>253</sup>において、サイエンタを 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件として認めた。Hochfelder 判決によると、サイエンタは「証券の価格をコントロールすること、又は人為的

---

<sup>253</sup> See *Ernst & Ernst*, supra 76, at 185.

に影響することを通じて、投資家を欺くことや騙すことを目的とする意図的な行動を意味する」<sup>254</sup>と定義されている。そして、連邦最高裁判所は同判決において、33年法と34年法の立法経緯や相互の関係性などを整理した上、10条(b)項及び規則10b-5のサイエンタは過失以上の主観的状态を要すると判断した<sup>255</sup>。原告は被告の10b-5責任を主張するために、被告には不実開示について注意を怠ったこと(negligence)だけでは足りず、主観的に原告を欺く意図を持っていたことを証明しなければならない<sup>256</sup>。さらに、詐欺の意図という主観的意思を証明するため、原告はそれを裏付ける客観的な事実を提示しなければならない。

一般的な注意を怠ったこと(negligence)はサイエンタにならないということは明らかであるが、故意ではないが、未必的な故意又は認識ある過失(recklessness)<sup>257</sup>はサイエンタの範囲に入るかどうかが問題になる。この三つの主観的意思の概念及び境界線は、Hochfelder事件以来不明確であり、各巡回区裁判所<sup>258</sup>の見解もそれぞれ分かれている。連邦最高裁判所は、2011年のMatrixx事件において、この問題について未だ明確な基準はないと<sup>259</sup>判断した。

下級審の判断を見ると、原告に被告の具体的な詐欺意思を証明させることは原告に重大な立証責任を課すことになるとか、コモン・ロー上の一般的な詐欺訴訟においてrecklessnessは被告の責任を認定する際に十分な主観的な要素として認められているので、10条(b)項及び規則10b-5はそれ以上の可罰性のある主観的状态を求めるべきではないなどの理由により10条(b)項及び規則10b-5の基本的な要件であるサイエンタにはrecklessnessを含める見解を支持する裁判例も多数存在する<sup>260</sup>。

---

<sup>254</sup> Id, at 199.

<sup>255</sup> Id, at 210.

<sup>256</sup> Id, at 193.

<sup>257</sup> 小山貞夫『英米法律語辞典』928頁(研究社、2011)。

<sup>258</sup> Edward Brodsky & M. Patricia Adamski, Law of Corporate Officers and Directors: Rights, Duties and Liabilities, § 12:16, 863-866 (Thomson Reuters, 2013).

<sup>259</sup> See Matrixx, supra 251, at 1322.

<sup>260</sup> Brodsky & Adamski, supra 258, at 865; 例えば、第2巡回区控訴裁判所はSouth Cherry Street, LLC v. Hennessee Group LLC, 573 F.3d 98, 113(2d Cir. 2009)において、原告は被告が認識のある過失をもって事実を無視することについて立証できたら、被告にはサイエンタがあると認めるべきであると判示した。

Recklessness の具体的な意味又は故意と過失の区別に関しては、各巡回裁判区がそれぞれに違う定義をしていた<sup>261</sup>が、最も広く認められているのは、第 7 巡回区控訴裁判所が **Sundstrand** 判決において提示した定義であり<sup>262</sup>、「認識のある過失による行為は非常に不合理な怠慢行為として定義すべきであり、当該行為はただ簡単に許し難い過失を意味するだけではなく、通常の注意基準から相当に離れている状態である。そして、被告は、当該行為は取引相手を誤解させる危険があることを既に知っているか、または当該危険性が明らかであるから知っているはずである」と判示されている<sup>263</sup>。この定義は主観的な基準を設定しており、被告は自分により公表された情報が真実であるかどうかを知らないことを意識しているかどうかを問うのが当該基準の根本であり<sup>264</sup>、もしこういう危険が存在せず、被告が **Good Faith** をもって情報開示を行なった場合、被告にはサイエンタがないと認めるべきこととなる<sup>265</sup>。

## 二 PSLRA 以降のサイエンタ

サイエンタという 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件以外に、訴訟手続の面においても、10b-5 訴訟の原告は幾多の難関に面している。証券詐欺訴訟は連邦民事訴訟手続法 9 条(b)項を適用することになっている。具体的には、原告は証券詐欺を主張する際に、証券詐欺といえる具体的な事実を明確に主張しなければならない一方、被告の故意、意図、不実開示事項に関する認識などの主観的要素を一般的に主張すれば足りるとされている<sup>266</sup>。そして、前者に言う詐欺といえる具体的な事実とは、原告はいつ、どこで、誰から、どのような内容の陳述を受けたのかということであり、それを詐欺として主張する理由のことを指している。

---

<sup>261</sup> *Keirnan v. Homeland, Inc.*, 611 F.2d 785, 788(9<sup>th</sup> Cir. 1980)[被告は合理的な根拠を持って重大な事実が不実開示されていること又は省略されていることを信じているにもかかわらず、それを正確に開示していないならば、被告には *recklessness* があると認定することができる]; *Fund of Funds, Ltd. V. Arthur Andersen & Co.*, 545 F. Supp. 1314, 1352-53(S.D.N.Y. 1982)[裁判所は *reckless* の行為について、「既知の危険や明白な危険があるにもかかわらず、事実又は情報の虚偽性を無視して情報開示をした行為」とであると解釈した]。

<sup>262</sup> *Brotsky & Adamski*, *supra* 258, at 866.

<sup>263</sup> *Sundstrand Corp. v. Sun Chem. Corp.*, 553 F.2d 1033, 1045(7<sup>th</sup> Cir. 1977).

<sup>264</sup> Donald C. Langevoort, *Business Law Forum: Behavioral Analysis of Corporate Law: Instruction or Distraction?: Forum Article: Reflections on Scierter*, 10 *Lewis & Clark L. Rev.* 1, 9(2006).

<sup>265</sup> See *Sundstrand*, *supra* 263, at 1045.

<sup>266</sup> *Fed.R.Civ.P.*9(b).

1995年、議会が34年法10条(b)項及び規則10b-5に関する濫訴を控えるためにPSLRA (Private Securities Litigation Reform Act)<sup>267</sup>を制定し、証拠開示と事実審理を行なう前の訴答段階(pleading)において二つの方向から原告請求の基準を引き上げた。一つは、原告が訴訟を提起する際に、誤解を招いた一つ一つの情報開示と当該情報開示が誤解を招く理由を明確かつ詳細に説明しなければならないということである<sup>268</sup>。もう一つは、自己の主張を成立させるために、原告は被告には詐欺の意図(scienter)を有するという主観的な要件と強い関連性(strong inference)のある重要な事実を疎明しなければならないということである<sup>269</sup>。

PSLRAは訴訟手続の面において、連邦民事訴訟法9条(b)項に定められる原告提訴のハードルを上げたが、実質的には実体法上の法的要件であるサイエンタの内容解釈にも深く関連し、詐欺の意図と強い関連性のある事実がどのような事実であるかを解明しなければ、原告は10条(b)項及び規則10b-5に定められた証券詐欺の責任に関する事実審理に進むことはできなくなる。一方、訴訟が提起された後に、原告がディスカバリーによって被告に求められる証拠資料の範囲はきわめて広範であり、会社内の議事録、電子メールや取引先とのやり取りなども含めて、原告の請求や抗弁に関連するものであれば、被告がそれに応じて原告に提供しなければならない。被告は原告がPSLRAに定められる提訴基準に満たさないと主張し、訴え却下の申立てをする際に、当該ディスカバリーは原則として停止されることになる。そして、当該訴え却下の申立てが却下される際に、多くの発行会社が訴訟が終局判決まで進行することを防ぐために和解金を払って訴訟を終結することを選択する<sup>270</sup>。以上のことから、PSLRAに基づいて原告がどのようなサイエンタの立証基準を満たさなければならないかということは実務上非常に重要な問題である。

2007年、連邦最高裁判所はTellabs事件判決<sup>271</sup>において、PSLRAの下のサイエンタをより詳しく解釈した。

## 1 Tellabs 連邦最高裁判所判決

---

<sup>267</sup> 私的証券民事訴訟はPSLRAの適用範囲内であるが、同じく証券詐欺責任を追及するSECが原告となる民事制裁訴訟はその適用外である。

<sup>268</sup> Securities Exchange Act of 1934, §21D(b)(1), 15 U.S.C.A. §78u-4(b)(1).

<sup>269</sup> Securities Exchange Act of 1934, §21D(b)(2), 15 U.S.C.A. §78u-4(b)(2)

<sup>270</sup> 藤林大地「不実開示に対する発行会社の故意・過失の意義—我が国の法改正とアメリカ・カナダ・イギリス法の動向を中心に—」金融法務事情1997号30-31頁(2014)。

<sup>271</sup> See Tellabs, supra 80, at 308.

Tellabs 社株主である原告は、当会社の元 CEO は Tellabs 社商品の市場需要が急落していることを知りながら、ファイナンシャル・アナリストに対して当該商品の市場需要は更に増加する見込みであるなどの不実な説明をしていたことを理由に、Tellabs 社と元 CEO に対して本件 10b-5 訴訟を提起した。イリノイ州北部地方裁判所は、原告の主張は被告のサイエンタを裏付ける事実を欠いていると判断し、請求を棄却した<sup>272</sup>。これに対して、第七巡回区控訴裁判所は、PSLRA にいう「強い関連性 (strong inference)」の基準について、合理的な者が原告により挙げられた事実から被告が詐欺の意図を用いて行動したことを容易に推論できるなら、当該基準は満たされたと見なすべきであると解釈し、原告によりサイエンタについての立証は成立すると判断した<sup>273</sup>。

連邦最高裁判所は判決において、PSLRA にいう「強い関連性 (strong inference)」はサイエンタについての立証基準を明確に引き上げ、議会が各巡回区裁判所の判断基準を統一しようとする目的は明らかであるが、議会は当該基準について詳しく解釈していないと判示した。そして、「議会が PSLRA を制定する際に目指している①弁護士駆使の法的価値のない訴訟を抑制すること、②法的価値のある訴訟において原告の権利救済を確保することという二つの目的に合わせながら、「強い関連性」を解釈する」<sup>274</sup>と判示した。「まず、被告が 12 条(b)(6)に基づき、裁判所に対して原告による訴えの却下を申し立てる場合、裁判所は申立てに含まれるすべての事実的主張を真実として受け止めなければならない。次に、裁判所は「詐欺の意図との強い関連性」を判断する際に、一つ一つの事実的主張を孤立的に判断するのではなく、すべての事実的主張を総合的に考慮すべきである。最後に、裁判所は原告による事実的主張が詐欺の意図に強く関連しているかどうかを判断する際に、合理的な反対推論も考慮しなければならない」<sup>275</sup>と述べた。「原告による事実的主張から、被告には詐欺の意図があるという推論に導くと同時に、被告には詐欺の意図がないという合理的な反対推論も考えなければならない。被告は詐欺の意図を有するという推論は反駁不可能なものや、各可能な推論の中で最も合理的なものでなければならないという必要はないが、サイエンタに関する推論はただ「合理的」や「許容できる」程度では足りず、他の解釈が存在している状況においても、より強い説得力を有しなければならない。要するに、原告による主張は「強い関連性」基準をクリアーして却下されないために、合理的な者から見ればサイエンタの推論が相当な説得力があり、

---

<sup>272</sup> Id, at 315.

<sup>273</sup> Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd., 437 F.3d 588, 602 (7<sup>th</sup> Cir. 2006).

<sup>274</sup> See Tellabs, supra 80, at 322.

<sup>275</sup> Id, at 322-324.

少なくともその反対推論と同じように有力でなければならない」<sup>276</sup>と PSLRA の下のサイエンタ判断基準を提示した。

Tellabs 判決は PSLRA のサイエンタについて二つのポイントを指摘した。一つは、「強い関連性」を有することは、原告の事実主張から導かれる被告にはサイエンタがあるという推論は、同じ事実から考えられる被告にはサイエンタはないという反対推論に比べると、サイエンタがあるという推論は最も可能性の高いものでなければならないというところまでは要求しないが、せめて同じぐらいの説得力を有することが必要であると提示したということである。もう一つは、裁判所は原告の事実的主張から被告にサイエンタがあるのかを判断する際に、原告により提出された一つ一つの事実的主張を分析するのではなく、全体的に考慮して判断すべきであることを明言した。前者について Tellabs 判決は PSLRA の下の「強い関連性」を抽象的に解釈したが、具体的にどういう事実を挙げれば、サイエンタの推論に相当な説得力があり、かつ反対推論と同じように有力であると立証できるかの解釈について、連邦最高裁判所は明らかにしていなかった。第7巡回区控訴裁判所が

Higginbotham 事件において指摘したように、Tellabs 判決は相当な根拠 (probable cause) より厳しい基準を要求している<sup>277</sup>。つまり、被告には詐欺の意図があることを推論するのに相当な根拠があるだけでは、当該基準を満たすには不十分であると思われる。これにより多くの 10b-5 訴訟原告はプリーディングの段階において、サイエンタについての疎明が不十分であるという理由で、訴えを却下することになった<sup>278</sup>。後者について、Tellabs 判決は先例的な意味を有し、その後の Matrixx 事件においても、連邦最高裁判所はこの点を再び確認した。

## 2 Matrixx 連邦最高裁判所判決

Matrixx 社は薬の開発・製造と店頭販売を取り扱う会社である。Zicam cold remedy という風邪薬は当社の柱商品であり、全社商品売上の約 70% を占めている。Matrixx 社はいくつか Zicam を使用した患者が嗅覚を失ったという症状についての報告を受けていたが、これらの報告を公表していなかった。さらに、Zicam と嗅覚喪失の間の因果関係についての研究が発表され、それを報道するニュースも世間に流されていたが、Matrixx 社がそれを否認し続けていた。Matrixx 社の株主である本件原告は Matrixx 社が株価を維持するために当該嗅覚喪失の報告を公表しないことは 34 年 10 条(b)項及び規則 10b-5 に違反する行為に当たるとして、Matrixx 社及び 3 人の役員に対して訴訟を提

<sup>276</sup> Id, at 324.

<sup>277</sup> Higginbotham v. BaxterIntern., Inc., 495 F 3d. 753, 759 (7<sup>th</sup> Cir. 2007).

<sup>278</sup> Id.

起した。それに対して、被告は、Zicam と嗅覚喪失の間に因果関係が存在すると証明できるほどの数の報告を受けていないので、嗅覚喪失報告は重大な事実であることは認めがたいと主張した。また、被告にはサイエンタがあるということについての疎明がされていないとして、原告による訴えを却下するよう被告が求めた。

これに対して、連邦最高裁判所は原告の主張を支持した。被告は嗅覚喪失報告を受け取った後に、コンサルタントに当該報告の再検証を依頼し、医者や科学者などの専門家を招集して Zicam の安全性を証明するためのパネルを設置していた。さらに、被告は研究成果によると Zicam と患者の嗅覚喪失との間には因果関係が存在しないという内容のプレス・リリースを公表していたが、そのような研究は実際に存在せず、パネルの研究結果によっても、嗅覚喪失症状と Zicam 使用との関係は不明である。「以上の事情を総合的に考慮すると、Matrixx 社がこれらの報告を開示しないことは、被告は当該報告が重要ではないと考えたのではなく、当該報告が市場に対して悪影響を及ぼす可能性が高いということを認識したからである、という推論は相当的な説得力がある。合理的な者から見れば、被告には未必的な故意（或は意図）があるという推論は、これらの事実から導かれる他の反対推論と比べると、少なくとも同じくらいの説得力がある」<sup>279</sup>と判断した。かといって、原告による主張されたこれらの状況証拠は被告にはサイエンタがあることを強く推論するとは言え、これにより被告の不実開示責任を認定するためのサイエンタが証明されたとは言えない。原告投資家はプリーディング段階において PSLRA に求められるサイエンタについての主張が認められたが、原告が公判において被告のサイエンタと他の法的要件を証明することで、被告の 10b-5 責任を認定することは全くの別問題であると裁判所が判決により提示した<sup>280</sup>。

Matrixx 判決は Tellabs 判決に続いて、連邦最高裁判所は、プリーディング段階において原告がサイエンタについてはいかなる証明活動を行ったら、PSLRA に求められる立証基準が満たされると言えるかについて詳しい分析を加えた裁判例である。本件において、裁判所がサイエンタ要件の判断については、一つ一つの状況証拠を孤立的に分析した上、サイエンタを認定できる決定的な証拠があるかどうかを判断するようなアプローチではなく、各状況証拠を総合的に考えて判断するアプローチを取るべきであると提示した。さらに、Tellabs 判決はサイエンタの判断基準を抽象的に解釈したのに対して、連邦最高裁判所は Matrixx 判決において、その具体的な判断方法を例示し、被告が発行会社内における地位や役割と不実開示事項の重大性からサイエ

---

<sup>279</sup> See Matrixx, supra 251, at 1324-1325.

<sup>280</sup> Id, at 1325.



ンタを推論するアプローチを容認したと考えられ、それ以後の 10b-5 訴訟にも大きな影響を与えたと考えられる<sup>281</sup>。

### 三 会社のサイエンタ

不実開示から損害を受けた投資家は損害賠償目的により 10b-5 訴訟を提起するとすれば、最も賠償力を有する発行会社を被告として訴えることが最も良い方法であると当然に考えられる。しかし、アメリカにおいて、ほとんどの 10b-5 訴訟が、被告による訴え却下の申立てが退けられた場合、クラスが承認された場合、原告勝訴の略式判決が下された場合に、被告が 10b-5 訴訟によるダメージの拡大を恐れることや、陪審員による評決において勝訴を得ることが難しいことなどを理由に、和解を選択することが一般的な場面である。そして、役員が同時に被告とされることが多いこと、10b-5 訴訟の和解金が D&O 保険金によりカバーされること、原告による請求額と比べて和解金額が非常に少ないことなどの事情が、いずれも発行会社が和解を選択する強い理由となっている。もし原告が和解金目的により 10b-5 訴訟を提起するならば、だれが終局的な責任を有するのかを問わずに、和解まで戦えば十分であると考えられる。従って、流通市場に係る不実開示訴訟が世界で最も盛んであるアメリカでも、実は発行会社のサイエンタについて詳しい判断を下した判例はそれほど多くなく、連邦最高裁判所の判例もなかった。

以下で紹介した裁判例はいずれも裁判所が被告にはサイエンタがあるかどうかについて明確な判断を加えた判例ではなく、裁判所がサイエンタに関して原告の主張を認めたとしても、プリーディング段階において原告の立証は裁判官の心証を得たこととして、次の訴訟段階に進むことが認められたまでの程度である。それで、これらの判例についての考察はサイエンタ又は故意・過失という主観的状态に関する解釈論上の参考になるかどうかは疑問である。しかし、アメリカの実情において、この段階において原告の主張が認められるかどうかは訴訟当事者にとってはきわめて重要なことであるから、前記の通りに原告による訴えが却下されなければ、被告会社は素早く和解することを選択し、実質的には和解金という形で責任を負担していると考えられる。それで、もし終局判決で責任認定の場面を考慮しないならば、以下のアメリカ判例法についての分析は、いかなる場面において発行会社のサイエンタが認定されることで、和解金負担の形で実質的な敗訴になりやすいかということを解明することができると思われる。そして、流通市場における不実開示の規制の現状において、裁判所はどのような場合において発行会社に

---

<sup>281</sup> Michael J. Kaufman & John M. Wunderlich, *Messy Mental Markers: Inferring Scierter from core Operations in Securities Fraud Litigation*, 73 Ohio St. L. J. 507, 536-537 (2012).

はサイエンタがあると判断する傾向があるか、あるいは、どのような情報開示において発行会社の不実開示責任リスクが大きいと言えるか、または過失責任制度という前提の下で、どのような場合に発行会社が不実開示について責任があると判断すべきであるかという問題意識から、アメリカ 10b-5 訴訟において発行会社のサイエンタに関する学説や判例法理について研究する意義があると思われる。

典型的な 10b-5 訴訟を考えると、原告は被告の不実開示責任を追及するためには、被告一人一人のサイエンタを証明しなければならない。既に説明した通り、個人のサイエンタの判断の仕方について、現状から見ると、サイエンタという主観的な意思状態とは不実開示についてどこまでの認識が必要となるかとか、プリーディング段階においてサイエンタの推論と強い関連性を持つ事実とはどういう事実なのかなど、未だ様々なクレーゾンが存在する。

相手が法人である発行者の場合、立証の難度はさらにアップされると言わなければならない。法人は人の集団であり、法人の意思は意思決定機関にある者を通じて形成するものである。そこで、原告は誰のサイエンタを証明すれば、法人に詐欺の意図があるとみなされるのかは多くの 10b-5 訴訟原告と裁判所を悩ませていた問題である。さらに、登録書類や財務諸表はともかく、マスコミによる情報公表、年次報告書など一般的に公表される情報内容及び書類は具体的に会社の誰がいつ決定し、作成されたかは簡単に分からない場合があり、サイエンタのある者が不実開示の公表者でないなら会社のサイエンタが認められないか、誰がサイエンタを有すれば会社の意思と同視できるかなど、多数の問題が問われている。ここでは各巡回区裁判所がこれらの問題を巡って提示したアプローチについて考察する。

各巡回区裁判所の考え方は基本的に三つのカテゴリーに分けることができる。第一は、代位者責任 (*respondeat superior*) という伝統的なアプローチであり、会社業務遂行にあたり、不実開示を行なった役員の代わりに、会社が代位者として損害を受けた投資家に対して責任を負担するという考え方である。さらに詳しく言うと、同じ原則を用いても、職務上会社を代表して情報公表をした役員にサイエンタがあることを証明できないと、会社にはサイエンタがあると考えることはできないという立場を取る裁判所と、サイエンタがある役員と不実開示をした者は同一人物でなければならないのではなく、不実開示と何らかの関連性を持っていれば足りるという立場を取る裁判所も存在する。第二は、会社の集団的なサイエンタ (*collective scienter*) といい、会社の取締役などの役員全員の主観的意思を総合的に考えるアプローチである。

## 1 伝統的な会社サイエンタ・アプローチ（代位者責任）

不実開示の会社責任を追及することに関するアメリカ法の下で最も伝統的なアプローチは会社の代位者責任を用いる方法である<sup>282</sup>。つまり、会社と雇用関係にある役員が業務遂行中に不実開示を行なう場合、会社がそれにより損害を受けた投資家に対して損害賠償責任を負担することになる。この場合、不実開示を行なった役員はサイエンタを有しなければならない。集团的サイエンタは判例法上まだ様々な不明なところが存在していることや、一旦扉を開いたら、会社が情報開示を行なう際に大きなリスクを負担することになり、そのリスクを回避するために莫大なコストがかかることになることなどが懸念されたかもしれないので、伝統的なアプローチを採用する裁判所は多くありそうである<sup>283</sup>。ここでは二つの代表的な判例を紹介することにする。

### （1）Southland 判決<sup>284</sup>

INSpire 社は損害保険業務とソフトウェアアウトソーシング業務を行なう会社である。本件訴訟は、INSpire 社株主が第 5 巡回区裁判所に対して INSpire 社及び 6 人の役員の 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 責任、INSpire 社と代表取締役及びその親会社である Millers 社の 34 年法 20 条(a)項の支配者責任（control person liability）を追及するために提起されたものである。原告によると、被告らは自分の経済的利益を追及するため、INSpire が製造したソフトウェアには致命的な欠陥が存在しているにもかかわらず、それを隠蔽して高値をつけたこと、不正確な収入報告や収益見積書を発表したこと、売掛債権を適時に回収不能債権として分類しなければならないという GAAP 会計原則に違反したこと、ソフトウェア開発に不適切な投資をしたことなどの事実について、被告らは会社名義のプレス・リリースや報告書類など対外的情報開示において虚偽の陳述を用いて、株価をつり上げ、インサイダー取引を行なったと主張した。

原告は事実主張において、被告一人一人のサイエンタを明確に疎明できる事実を並べなかった一方で、目論見書、登記書類、年次報告書やプレス・リリースなどの書類作成は会社の集団作業とみなされ、個人役員の日常的業務と直接関連しているので、これらの情報開示に不実な内容がある場合、個人

---

<sup>282</sup> Bradley J. Bondi, *Dangerous Liaisons: Collective Scienter in SEC Enforcement Actions*, 6 N.Y.U.J.L & Bus. 1, 5 (2009).

<sup>283</sup> *Id.*, at 8; Jennifer Moore, *Corporate Culpability Under the Federal Sentencing Guidelines*, 34 ARIZ. L. Rev. 743, 758-64 (1992).

<sup>284</sup> *Southland Securities Corporation v. INSpire Insurance Solutions Inc.*, 365 F.3d 353 (5<sup>th</sup> Cir. 2004).

役員がそれについての責任が当然に追及されることになるというグループ・プリーディング (group pleading) 説を用いて、個人被告及び会社被告のサイエントを説明しようとした。しかし、第 5 巡回区控訴裁判所はグループ・プリーディング説が PSLRA の法改正目的と一致しないことを理由とし、原告は被告の 10b-5 責任を追及するなら、一人一人のサイエントを疎明できる事実を並べなければならないと判断し、原告の請求を認めなかった<sup>285</sup>。

そして、会社被告のサイエントについて、第 5 巡回区控訴裁判所は伝統的なアプローチを取り、「INSpire 社自身の 10b-5 責任について、個人被告全員は INSpire 社の執行役員であり、かつ会社に利益を齎すことを目的にするから、原告が主張した INSpire の名義で発表された SEC 提出書類、報告書類及びプレス・リリースはすべて INSpire 社により作成されたものとして認定できる。個人被告に帰する事業報告書も INSpire 社が作成したもののみなされ、その原因はこれらの情報発表はすべて個人被告が会社の職務を遂行する権限内にあると認められる」と判示し、「会社が 10b-5 責任で求められるサイエントを有して事業報告書を作ったかどうかを判断するために、会社に所属するすべての役員や従業員が業務遂行に当たって知る情報の総量を考えるのではなく、当該事業報告書を作成した又は発表した個人役員（又は当該事業報告書の作成・発表を命令または承認する個人役員、又は事業報告書に含められる情報を提供する又は表現を決める役員）の主観的意思を分析しなければならない<sup>286</sup>と判断し、集团的サイエント・アプローチを否定し、会社のサイエントを疎明するために不実開示に関わるキーパーソンのサイエントを疎明しなければならないという考え方を明確にした。

第 5 巡回区控訴裁判所が本件において提示した会社サイエントに関するアプローチは 10b-5 訴訟の原告にとって、集团的サイエントよりハードルを上げられたと言わなければならないが、この判決で会社のサイエントの所在を一人の発表者や作成者などに限定せず、不実情報に関係する者にはサイエントがあると認められたら、プリーディング段階で会社のサイエントについての疎明は成立するという余地を残していた。

次はさらに厳格なエージェント・アプローチを取る判例を紹介する。

## (2) Apple 判決<sup>287</sup>

2000 年 7 月に、Apple 社は株主に対して新商品についての紹介を目的とし、Mac World という大規模なカンファレンスを開いた。カンファレンス前日、

---

<sup>285</sup> Id, at 363-65.

<sup>286</sup> Id, at 365.

<sup>287</sup> In re Apple Computer, Inc., 127 Fed. Appx. 296 (9<sup>th</sup> Cir. 2005).

Apple 社はアナリストとの電話会議において、2000年6月30日までの第三四半期財務状況を公開し、企業総収入額は18億3千万ドルであり、事業所得は1億6千3百万ドルであるという内容を発表した。Apple 社最高財務責任者は、Apple 社収入が次の四半期において10%以上となるという成長を予想することができ、20億ドルの企業収入額を達成することになると宣言する一方、現在の限界利益率は2%-3%減少して26.8%-27.8%程度になり、課税制度が当時のまま安定すれば運営費用は1500万ドル増加する見込みを発表した。原告の主張によると、財務報告の内容に照らすと、Apple 社最高財務責任者の発言は明らかに Apple 社の経営状況と齟齬があり、当該財務予想は実現不可能である。しかも、CFO として、当該発言に含まれる情報は虚偽であることを知らないわけではないと考え、サイエンタを認めるべきであると主張した。それに対して、裁判所はこういうコア・オペレーション (core operation) の考え方を否定し、役員のポジションから考え、その職務に関連する情報は当然把握されていることを想定し、サイエンタを認めるというアプローチは PSLRA の目的と一致しないというように考え、原告がその主観的意思を直接に疎明できる情況証拠を提出すべきであると判示し、原告による主張を容認しなかった<sup>288</sup>。

次に、Apple 社の監査役である Oppenhermer 氏は同電話会議において、Apple 社が大学市場を開拓するため、今までのセールスシステムを再編成することを予定し、しかも当該再構成計画は順調に進んでいると発言していた。しかし、当該発言は現実と反対に、セールスシステムの再編成は成功ではなかった。それが原因で、原告は Oppenhermer 氏がそのポジションにおいてセールスシステムの真の情報についてアクセス権限を当然に有し、当該不実開示について主観的な詐欺の意図があると考えられると主張した。それに対して、裁判所は Oppenhermer 氏が情報アクセス権限を有することはサイエンタを有することに繋がらなく、当該情報発表が不実であることについて過失を有することを意味するにすぎないと判断し、原告による主張を容認しなかった<sup>289</sup>。

最後に、原告は Apple 社の CEO である Jobs の 10b-5 責任を主張した。Jobs は Mac World カンファレンスにおいて、キューブ、デュアルプロセッサなど当時 Apple 社の新商品を紹介し、「キューブは Apple 社が今まで設計・製造した最も美しい商品だ」とか、「2000年第四四半期において、キューブの売上は15万台だろう」とか、「発売一年目には80万台の売上が予想できる」などの発言をしていた。そして、同年9月13日に、Jobs は CNBC のインタ

---

<sup>288</sup> Id, at 298-299.

<sup>289</sup> Id, at 300-301.

ビューを受け、キューブの販売状況は絶好調であるので、当初の予想売上を達成することは問題ないだろうと発言した。しかし、キューブは第四四半期において結局 10 万 7 千台しか売り出されず、Jobs の予定を大幅に下回ることになった。その原因は、キューブの設計と製造には致命的な欠点があったことにある。そして、原告は Apple 社の元資材管理マネージャーの証言を引用し、Jobs は 2000 年 5 月から 8 月の間に約週に一度の頻度でキューブ工場を視察し、製造責任者ともキューブの問題について議論していたのであり、さらに、キューブについての「製品欠陥メモ」は工場従業員や一部のマネージャーと役員に配布され、キューブの製造問題が Apple 社内においては既に周知の問題であったと主張した<sup>290</sup>。それについて、裁判所は「製品の設計、販売、製造問題は会社にとってごく普通の問題であるから、証券詐欺という主張をするため、これらの問題の存在を疎明するだけでは足りず、原告は情報発信者がこれらの問題の嚴重さ、発生するタイミングや、発生範囲などを知った上で虚偽の情報発表をしたことを具体的に疎明しなければならず」<sup>291</sup>、本件においては原告がこれらの立証をすることはできなかったので、Jobs のサイエンタを疎明することもできないと判断した。

一方、会社のサイエンタについて、「情報公表をした会社の個人役員が情報開示をする場合に 10b-5 責任に求められるレベルのサイエンタを有することだけにより、会社がサイエンタを有するものとみなすことができることになる。本件裁判所は集团的サイエンタを通じて個人役員のサイエンタを疎明すること、さらにその者を通じて会社のサイエンタを疎明するアプローチを率直に否定することにする」<sup>292</sup>と第 9 巡回区控訴裁判所は判示した。

## 2 集团的サイエンタ (collective scienter)

このアプローチの下では、会社が詐欺の意図を有しているかどうかを判断する際に当該会社に属するすべての役員が不実開示事項について有する認識の総量が、会社が不実開示事項に関して有する認識になる<sup>293</sup>。つまり、当該不実開示・不開示の含まれる会社情報を公表した取締役はそれが不実であることを知らなくても、会社のほかの者がそれを知ったら、会社の詐欺の意図を認めることができる。訴答手続で役員個人のサイエンタを疎明できなくても、会社のサイエンタを疎明することで、会社の 10b-5 責任を追及すること

---

<sup>290</sup> Id, at 301-302.

<sup>291</sup> Id, at 303.

<sup>292</sup> Id.

<sup>293</sup> Teamsters Local 445 Freight Div. Pension Fund v. Dynex Capital Inc., 531 F.3d 190, 195 (2d Cir. 2008); Makor Issues & Rights, Ltd. V. Tellabs, 513 F.3d 702, 710 (7th Cir. 2008) (以下は Tellabs II に略称する) ; In re Vivendi Universal, S.A. Sec. Litig., 765 F. Supp. 2d 512 (S. D. N. Y. 2011).

ができる<sup>294</sup>。例えば、不実開示の内容が重大であり、会社の上層経営陣として情報発表の内容は甚だしく事実と離れていることを知らないはずはない場合に、会社のエージェント（ここで、現役のエージェント及びその構成員だけではなくて、すでに退職された者も含まれる<sup>295</sup>）が故意に不実開示をしたことを疎明できなくても、当該情報内容を看過することについては未必的な故意があるという推論の可能性が大きいと考えなければならない<sup>296</sup>。ここでは、この説を代表する二つの重要判例を紹介する。

### （１）Tellabs II<sup>297</sup>判決

本件裁判は連邦最高裁判所により差し戻された事件を第7巡回区控訴裁判所が再審理した案件である。既に紹介した通り、連邦最高裁判所は原審判決<sup>298</sup>において、PSLRAの下サイエンタ基準を詳しく解釈した。第7巡回区控訴裁判所は、本件判決において、連邦最高裁判所が「強い関連性」と「事実関係を総合考慮する」ことについて提示した判断基準に照らし、被告会社にはサイエンタがあるかどうかを再審理した。

Tellabs社は光ファイバーケーブルネットワークの生産・販売を取り扱う会社である。全社売上の半分以上を占めている柱商品はTITAN 5500というネットワーク情報交換システムであり、TITAN 6500はその後継商品として生産に投入された。Tellabs社は、TITAN 5500はTITAN 6500という新商品の発売から全く影響を受けず、芳しい販売状況を示していることや1ドルに値するTITAN 6500販売契約の締結を発表した。しかし、そのような契約が存在しないし、TITAN 5500の売上も下がる一方である。さらに、Tellabs社は、TITAN 5500の販売が好調であるような外観を偽造するため、注文を受けていなかった数百万ドルに値するTITAN 5500を顧客に配送し、返品を保管するために別の倉庫も借りていた。TITAN 5500とTITAN 6500販売状況の不調が続いているにもかかわらず、Tellabs社が何度も真実と相反する虚偽の情報公表をした。この間、Tellabs社の最大な顧客はTITAN 5500の注文を半分以上カットし、TITAN 6500も買い求めていなかった。その後、事態が発覚し、Tellabs社株主は上記のような不実開示を理由に、Tellabs社及びその主要役員に対して10b-5訴訟を提起することになった。

---

<sup>294</sup> See Tellabs II, supra 293. McLaughlin, supra 172.

<sup>295</sup> See Vivendi Universal, supra 293.

<sup>296</sup> Glazer Capital Management v. Magistri, 549 F.3d 736, 744 (9<sup>th</sup> Cir. 2008)[不実開示に関する事項の重大さと不実開示の顕著さから見れば、発行会社の役員が不実開示を知っていることは強く推論されている]。

<sup>297</sup> See Tellabs II, supra 293, at 710.

<sup>298</sup> See Tellabs, supra 80.

第 7 巡回区控訴裁判所は本件審理に当たって、会社のサイエンタを中心に、判断を広げた。連邦最高裁判所のサイエンタ基準に照らし、Tellabs 社にはサイエンタがあるかどうかについて、二つの推論が考えられる。「一つは、会社は当該情報開示が虚偽であることを知り（又は虚偽開示について未必の故意がある場合、しかしここではこの二つの可能性を別々で検討する必要はない）、かつ当該虚偽開示が株主にとっては重大な事実であることを知っている。もう一つは、当該情報開示が虚偽であり、かつ重大であるが、当該情報開示の内容が虚偽であることの原因は、会社の経営陣が真実を知らないことや、経営陣の不注意によるものである。」<sup>299</sup>具体的にいうと、「例えば、会社財務部に所属する事務員が過失で会社収入を間違えて、大きく記入された数字が上層経営陣に届けられた後に、経営陣が善意（good faith）でこれらの数字を情報公表内容に入れた場合を考えると、経営陣が不注意でこの間違いを見つけなかったとしても、会社のサイエンタを認めるわけにはいかない」<sup>300</sup>。

次に、第 7 巡回区控訴裁判所は、個人被告である役員の子会社のサイエンタと会社のサイエンタをどのようにして区別するかについて、詳しく分析した。「肝心な問題は、前文理由のところ引用した原告により主張された虚偽の陳述は、情報内容が不実かどうかについて、経営陣が詐欺の意図や未必の故意により、誤った情報を看過した結果であるより、経営陣が単なる下位の職員に提供された虚偽の情報に基づいて不注意で行なった誤りである可能性がどれほど大きいかということである」<sup>301</sup>。

続いて、裁判所が Tellabs 社の実際状況に照らし、サイエンタを分析した。事実部分に紹介した通り、5500 と 6500 は Tellabs の一番重要な商品であるから、当該不実開示に関わる会社の役員は当該情報発表の内容が虚偽であることを知らないとは信じ難い。とは言っても、それを原因に、すべての取締役又は役員には不実開示責任があるとは言えないが、「不実開示を計画して実施した個人を具体的に特定した上で、その責任を追及できなくても、会社にはサイエンタがあるという強い推論を導き出すことが可能である。例えば、ゼネラルモーターズは 2006 年の SUV 売上が百万台に達していると主張する一方、実際の数字はゼロ台だという場合、このように現実とかなり離れているアナウンスをすることは、この情報公表は虚偽であることを十分に認識している役員達の承認を得ていたはずだから、会社のサイエンタを認めることができると思われる。」本件の場合にも、会社にはサイエンタがあるという推論はその反対推論と同じぐらいの説得力があるわけではなく、反対推論よ

<sup>299</sup> See Tellabs II, supra 293, at 706.

<sup>300</sup> Id.

<sup>301</sup> Id, at 709.



りもっと可能性が高い。「善意による会社における不実な情報の連続的な伝達や、下位の社員による不実情報の捏造により不実情報開示が行なわれたという推論は、会社レベルでサイエンタがあることで不実開示内容が承認される推論より、よほど可能性が低い。後者はより説得力のある推論だと考えられる」<sup>302</sup>。このようにして、第7巡回区控訴裁判所は会社のサイエンタを認めた。

## (2) Teamsters 判決<sup>303</sup>

第2巡回区控訴裁判所は本件において、第7巡回区控訴裁判所と同じアプローチを取り、個人役員のサイエンタを飛ばして会社のサイエンタを認定することで、原告の 10b-5 責任主張を認めた。

Dynex 社はバージニア州で設立されたファイナンス会社であり、Merit 社はその一つの子会社である。1996 年から 1999 年の間、Merit 社は千件以上の組立住宅ローンを貸し出し、1999 年はこれらの住宅ローン債権を担保にして社債を発行した（いわゆる資産担保債券）。当該債券が発行された後に、Merit 社の住宅ローン債権の価値が激落し、デフォルト率が 5.01%まで上がり、それを担保とする本件社債が各格付け会社における格付けも次々に下がり、それを原因としてその市場価格が 85%下落した。そこで、社債を購入した原告は裁判所に対し、Dynex 社が組立住宅ローンの市場シェアを取得するために、リスクの高いローンを大量に買付けながら、本件債券を発行する際にこれらの情報を公表しないことが重大事項についての不実開示となるとして、Dynex 社、Merit 社及び両社の代表取締役の 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 や 20 条(a)項に基づいて責任追及を行った。

まず、第2巡回区控訴裁判所は前審裁判所と同じように、個人被告のサイエンタを否定した。次に、会社のサイエンタについて、「会社の責任を証明するために、原告は会社のエージェントがサイエンタを有して可罰的な行為をしたと証明しなければならない。当該行為（及び主観的意思）は会社のためにあるものでなければならない」<sup>304</sup>という一般論を前提として判示し、PSLRA の下で、「会社が被告となるときに、原告の主張事実はある者の主観的意図を会社のサイエンタに帰することができるという強い推論を生み出さなければならない。大体の場合、こういう会社に関する推論を成立させるための最も簡単な方法は個人被告のサイエンタを主張することである。しかし、ある特定の個人被告のサイエンタを主張しなくても、会社のサイエンタに関

---

<sup>302</sup> Id, at 711.

<sup>303</sup> See Teamsters, supra 293.

<sup>304</sup> Id, at 195.

する推論を主張することができる」<sup>305</sup>と判示し、会社のサイエンタと個人被告のサイエンタを分け、個人被告のサイエンタを立証しなくても集団である会社のサイエンタを証明することを認めた。にもかかわらず、裁判所は本件において、原告は被告会社が投資家に向けて行なった情報開示の内容が不実であり、又は投資家の誤解を招きやすいものであることを証明する十分な情況証拠を提示できず、かつ被告会社に帰属する誰が本件債券に関して投資家を騙す動機を有するかについての情況証拠も不足であるという理由により、原告の請求を棄却した。

さらに、集団的サイエンタに明確に言及していないが、類似する考え方を取り、会社のサイエンタについて詳しい分析を加えた判例もある。例えば、第6巡回区控訴裁判所はサイエンタを判断する際に、九つの事実的判断基準を提示し、会社にサイエンタがあるかどうかを論じる際に、役員個人の主観的意思と関係なく会社のサイエンタを認定した。ここでは一つ代表的な判例を紹介する。

### (3) Bridgestone 事件<sup>306</sup>

Bridgestone 社は日本に本社を設置する世界最大のタイヤ製造会社である。Bridgestone 社株式は東京証券取引所に上場し、アメリカにおいては店頭取引(OTC)の形で流通している。Firestone 社は Bridgestone 社がナッシュビル州に設置する完全子会社であり、アメリカ本土におけるタイヤ製造・販売を取り扱う会社である。

1978年から Firestone 会社が製造した商品には不良品が続出し、1978年と1979年という二年間に、約14000個のタイヤに品質問題があり、それを原因に、百件以上の交通事故が発生し、41名の死者が出た。その後、アメリカ政府は Firestone の商品について行政調査を行ない、Firestone 社は50万ドルの罰金を課され、問題商品のリコールまで実施した。1992年から、Firestone 社のタイヤの品質についてのクレームが殺到し、1992年から1999年の間、Firestone 社の顧客が商品問題について約50件の訴訟を提起した。1994年に、コストカットと品質向上を追求する方針で、Firestone 社は一日24時間・一週間7日連続で工場運営を確保するため、厳しいシフト制度を設け、それを原因に大規模なストライキが発生し、Firestone 社商品の品質問題もさらにエスカレートした。1996年に行なわれた商品品質についての任意検査結果によると、種類別で不合格率は違ってくるが、平均的には50%程度に達した。そ

---

<sup>305</sup> Id.

<sup>306</sup> City of Monroe Employees Retirement System v. Bridgestone Corp., 399 F.3d 651 (6<sup>th</sup> Cir. 2005).

して、アメリカだけではなく、1990年から1998年の間、ベネズエラとサウジアラビアにも Firestone 社タイヤの品質問題が存在し、それを原因とする事故が問題視され、現地政府による調査も行なわれていた。

Bridgestone 社の株主である原告の主張によると、Firestone 社商品の品質問題やそれに付随する訴訟問題を解決していないにもかかわらず、Bridgestone 社と Firestone 社がこれらの問題を隠蔽するために一連の不実開示を行なった。原告は Bridgestone 社、Firestone 社及び二人の代表取締役に対して、34 年法 10 条 b 項及び規則 10b-5 に基づいて、責任追及の訴えを提起した。

本事件は連邦最高裁判所が PSLRA のサイエンタ基準を詳しく解釈した Tellabs 判決<sup>307</sup>よりも前に下されたものである。第 6 巡回区裁判所は本件被告のサイエンタの有無を論じる際に、Helwig 判決<sup>308</sup>で列挙された九つの事実的要素を参照した。

具体的に言うと、

i 不審な時期にインサイダー取引が行なわれたこと又は異常な金額のインサイダー取引が行なわれたこと、

ii 同一事項に関する会社内部向けの報告と外部向けステートメントの間に、明らかな齟齬が存在すること、

iii 不実開示と、同一事項について違う内容を発表する情報開示の時期が近接していること、

iv 会社経営陣の上層役員は賄賂を受けた証拠が存在すること、

v 別の会社が不実開示会社に対して詐欺の訴えを提起し、素早く和解されたこと、

vi 当該情報開示には発表直前の新しい事実を含めないこと、

vii 財務報告に含まれるネガティブな意味合いについて、発表者はそれを理解するには高レベルの知的教養を要するような難しい開示方法を取ったこと、

---

<sup>307</sup> See Tellabs, supra 80, at 308.

<sup>308</sup> Helwig v. Vencor, Inc., 251 F.3d 540 (6th Cir. 2001).

viii 特定の取締役がこれから行なう予定のある株式売却取引を利害関係のない取締役から隠蔽することで、個人的な利益を得ること、

ix 被告の利己的な動機は、給料やポストを保持することなど保身的なものであること。

Helwig 判決においては、第 6 巡回区控訴裁判所はこの中のいずれかの項目に該当する場合又は何項目かの事実状況を組み合わせて該当する場合に、当該被告にはサイエンタがあると認めることができると判示した<sup>309</sup>。本件において、裁判所は二つの法人のサイエンタと二人の役員のサイエンタをそれぞれ独立な存在として、当該基準に照らして判断を加えた。Firestone 社は上記 Helwig 基準の中の ii、iii、vi、vii、ix という五つの項目に当てはまるとし、サイエンタがあることが認められた。Bridgestone 社は 1999 年度の年次報告書において、①Firestone 商品の品質問題及びそれに付随する顧客のクレームから Bridgestone 社が影響を受けていなかった、②Firestone 社が製造した ATX タイヤに関する訴訟や政府調査はあったが、それによって実質的な損害は発生しなかった、という二つの記述が問題視されていた。Bridgestone 社が社内向けの情報開示と社外向けの情報開示において明らかに齟齬が存在すること、同時期において Firestone 社に対する商品品質を巡る訴訟が頻繁に提起されているなどの事情から、Bridgestone 社は Helwig 基準の ii、v、vi、vii、ix を満たし、Bridgestone 社は当該情報発表が事実と齟齬があることについて、詐欺の意図がなくとも未必的な故意があると裁判所が判断した。以上に述べたように、第 6 巡回区控訴裁判所は会社の集団的なサイエンタに直接に言及していないが、役員の主観的な意思を介さない形で、会社のサイエンタを分析して判断を加えた。

Tellabs II 判決と Teamsters 判決により取られた集団的なサイエンタ・アプローチや第 6 巡回区控訴裁判所により取られた 9 要素のサイエンタ分析アプローチによると、情報公表を直接に行った役員とサイエンタのある者は同一人物でなくても会社のサイエンタが認められる。そして、上に紹介した三つの事件の事実背景から見れば、第 2、第 6 と第 7 巡回区控訴裁判所はサイエンタの所在を厳しく問うより、むしろ不実開示に関する事項の重大さからして、会社の経営陣はこれらの情報を把握していないことは考えられないから、情報開示に含まれた内容には真実と齟齬があることを当然に知っているということを想定し、積極的な詐欺の意図を持って不実開示を決定・実行したと言わなくても、それを看過するには未必的な故意または認識ある過失があると認める余地があると判断している。このアプローチは投資家への損害補填

---

<sup>309</sup> Id, at 522.

の観点から考えると、きわめて使いやすい立証方法であると思われる。しかし、不実開示内容について一人か二人の役員の認識ではなく、集団的な認識から会社のサイエンタを判断するアプローチが会社のサイエンタについての立証方法として定着すれば、会社運営上の一つ一つの出来事を内部で公開しなければならず、会社外部向けの情報公表を行なう前にも各部署に回して慎重にチェックしなければならなくなり、会社運営から見ると莫大なコストが発生すると思われる。一方、不実開示事項の重大さからサイエンタを推定するなら、この重大さの境目はどこにあるのかは実に難しい問題であると思われる、これからの裁判例の集積が期待される。

### 3 小括

会社のサイエンタについて、アメリカでは従来代位者責任アプローチを取ってきた。つまり、会社の役員が業務遂行に当たり、詐欺の意図を用いて不実開示を行なった場合、会社が役員に代わって不実開示から損害を受けた投資家に対して代位者責任を負担する。その典型的な例は上に紹介した **Apple** 事件である。当該事件において第 9 巡回区控訴裁判所は、不実開示事項の重大さと役員の肩書及び業務内容からサイエンタを判断するというコア・オペレーション (**core operation**) の考え方を否定し、会社のサイエンタを証明するには、会社員及び役員の不実開示事項についての認識を総合してサイエンタを判断するアプローチでもなく、情報公表を行なった役員が当該情報公表に含まれる内容は虚偽であることをはっきり知っていることを疎明しなければならないという会社にとって非常に寛大なサイエンタ判断方法を採用した。しかし、この伝統的アプローチの問題点と言えば、会社が株価のつり上げや信用維持などを目的で不実開示を図るなら、真実を知らない者に不実な情報を発表させることで、10 条(b)項及び規則 10b-5 の不実開示責任を簡単に回避することができるということがある。

それに対して、同じ伝統的なアプローチの合理性を賛同するが、第 5 巡回区裁判所は **Southland** 事件において **Apple** 判断より柔軟な対応を取っていると考えられる。具体的に言うと、第 5 巡回区裁判所は集団的サイエンタを否定したとは言え、サイエンタの所在を不実情報発表者に限定せず、不実開示に関わる役員のサイエンタを証明できたら、会社はサイエンタを有するとみなすことができるという立場を採用した。この中間的な対応は学者や実務家からも支持を得られている<sup>310</sup>。

---

<sup>310</sup> Paul B. Maslo, *The Case for Semi-Strong-Form Corporate Scierter in Securities Fraud Actions*, 108 Mich. L. Rev. First Impressions 95 (2010).

最後に、第7巡回区控訴裁判所と第2巡回区控訴裁判所に採用された集团的サイエンタのアプローチによると、裁判所はある特定の個人役員のサイエンタを通じるのではなく、会社の重要な業務について現実と甚だしく違っている不実開示に関して、会社の経営陣としてそれを知らないこと、又は看過することには詐欺の意図あるいは未必的な故意があると推定し、会社の10b-5責任を認めることになる。このアプローチは一見して不実開示により損害を被った投資家に親和的であると考えられるが、会社から見れば、不実開示責任を回避するために日々の業務内容を社内に周知させる上で、情報開示をする前に慎重に内容をチェックしなければならなくなり、莫大なコストが発生すると同時に、会社の業務遂行効率も障害を来すことになる。それは証券発行会社に投資する株主にとっても、必ずしも良いこととは断定できないと思われる。さらに、不実開示事項の重大さからコア・オペレーション (core operation) の方法を使い、会社経営陣、延いては会社のサイエンタを推認することに賛成するが、会社のサイエンタを推認できる重大な不実開示事項の限界はどこまであるのかを慎重に考えなければならないと思われる。

## 第2款 不実開示の重大性

### 一 「重大性」の定義

原告である投資家が被告の不実開示責任を追及するためには、不実開示に関わる事項は重大性を有することを証明しなければならない<sup>311</sup>。34年法の下においては、二種類の証券詐欺行為があり<sup>312</sup>、一つは10条(b)項及び規則10b-5により規制される証券の売却及び購入行為に関連する詐欺であり、もう一つは規則14a-9に規制される委任状勧誘に関連する詐欺である<sup>313</sup>。重大性の定義に関する判例法理は委任状勧誘に関する規則14a-9の裁判例から始まったが、その後には裁判所は10b-5訴訟の判断においてもそれを取り入れることにした<sup>314</sup>。

そして、重大性の定義について、連邦最高裁判所が初めて明確に言及したのは、1976年のTSC Industries事件である<sup>315</sup>。

TSC事件は企業合併の委任状勧誘行為に関する規則14a-9事件である。National Industries社 (National社) はTSC社の発行済株式総数の34%の株

<sup>311</sup> 17 C.F.R. § 240. 10b-5(b).

<sup>312</sup> Richard A. Booth, The Two Faces of Materiality, 38 Del. J. Corp. L. 517, 523 (2013); 15 U.S.C. § 78j(b) (2010).

<sup>313</sup> 17 C.F.R. § 240. 14a-9(2012).

<sup>314</sup> 17 C.F.R. § 240. 10b-5(2012); See Basic, supra 251.

<sup>315</sup> See TSC Industries, supra 138.

式を取得することによって、会社の支配権を取得した。National 社と TSC 社は企業合併を計画して、委任状説明書を共同発表することにしたが、当該委任状説明書には National 社が TSC 社を事実上支配していることや、当該合併は株主にとって委任状説明書が述べていたように有利ではないことを推測できる情報を開示していなかった。そこで、株主である原告は規則 14a-9 に基づき、TSC 社及び National 社に対して責任追及を行うことにした<sup>316</sup>。連邦最高裁判所は、「重大性のある情報」について、以下のように述べた。

「もし合理的な株主が議決権を行使する際に、被告により開示されなかった当該事実が重要であると考えられる可能性が高ければ、当該開示されなかった事実が重大であると判断する・・・この基準は、当該事実が開示されれば合理的な投資家が違う選択をする可能性が高いということを証明できる証拠を求めるわけではなく、どのような状況下においても、合理的な投資家は当該開示されなかった事実が現実的意義を有すると判断する可能性が高くなければならない。言い換えると、当該開示されなかった事実が開示されることで、合理的な投資家は自己の利用可能な情報の「総合量」が著しく変化したと考える可能性が高くなければならない」<sup>317</sup>。

連邦最高裁判所は当該判断において重大性要件の定義について次善の策を提示したと評価する見解があり、重大性要件に関する最も正確な評価基準は市場にある数多くの株主全員の考えを集めなければならず、言い換えると、もし株主達が当該不実開示に関わる事項についての正確な情報を把握したら、どう行動するかを考慮すべきであるが、裁判所はそういう仮定の条件の下ですべての株主の考えを纏めることが不可能なので、判決で提示したような次善の策を提示することになったというのである<sup>318</sup>。そして、当該判断基準はその後にも広く参照され、証券発行会社や会社関係者による選択的情報開示を規制する FD 規則 (Regulation FD) の適用、インサイダー取引規制の適用や、SEC 規則の制定<sup>319</sup>まで影響を与えていた<sup>320</sup>。

---

<sup>316</sup> Id, at 438-44.

<sup>317</sup> Id, at 449.

<sup>318</sup> Id, at 448; Dale A. Oesterle, *The Overused and Under-Defined Notion of "Material" in Securities Law*, 14 U. Pa. J. Bus. L. 167, 174 (2011).

<sup>319</sup> 17 C.F.R 230.405 (2003); 17 C.F.R 240.12b-2 (2003)[合理的な投資家が登録証券を購入するかどうか、又は売り出すかどうかを決める際に重要だと考える相当の可能性のある情報なら、当該情報が重大である]。

<sup>320</sup> Yvonne Ching Ling Lee, *The Elusive Concept of "Materiality" Under U.S. Federal Securities Laws*, 40 Willamette L. Rev. 661, 662-63 (2004).

さらに、1988年、連邦最高裁判所は Basic 事件<sup>321</sup>において、10条(b)項及び規則 10b-5 の下の「重大性」の意味を明確にした。当該事件においては、合併契約の基本合意書に含まれる不実開示に関わる事項が重大であるかどうかということが争点になっている。連邦最高裁判所は、上記 TSC Industries 判決で提示した「重大性」の解釈を踏まえた<sup>322</sup>上で、10条(b)項及び規則 10b-5 の重大性要件を判断する際にもこの解釈を適用することができると判断した。そして、当該基本合意書に含まれる未だ発生していない事実について、その「重大性」とは、当該事実の将来の発生可能性と不実開示をする会社の事実的情况から予想できる当該事実の重大性という二点を総合考慮した結果であると判示した<sup>323</sup>。

## 二 重大性の判断基準

TSC 判決で判示された通り、重大性要件は法律問題と事実問題の両方に絡む法的要件であり、個別事件の一連の事実要素についての法律の適用問題である<sup>324</sup>。連邦最高裁判所は、TSC 判決及び Basic 判決において、重大性の意味について解釈を明らかにしたが、どちらも包括的かつ抽象的な表現を用いたので、具体的な事件においてそれを参照するのは難しいとして、学界からは批判が絶えなかった<sup>325</sup>。そこで、以下では、各巡回区裁判所が重大性についての具体的な判断基準に関して、どのようなアプローチを取っていたのかについて、詳細に論じることとする。

### 1 客観的な判断基準 (bright line rule)

第3巡回区控訴裁判所は、Oran v. Stafford 事件において、効率的な市場において、「公開された情報の重大性は、市場の状況を事後的に見て、当該情報が発表された直後のある期間において会社の株式価格の変動状況を基準にして判断すべきことである」<sup>326</sup>という重大性に関する明確かつ客観的な基準を提示するアプローチを取った。

---

<sup>321</sup> See Basic, supra 251.

<sup>322</sup> Id, at 231-232.

<sup>323</sup> Id, at 238.

<sup>324</sup> See TSC Industries, supra 138, at 450.

<sup>325</sup> Oesterle, supra 318, at 168; Tom C. W. Lin, Undressing the CEO: Disclosing Private, Material Matters of Public Company Executives, 11 U. Pa. J. Bus. L. 383, 383-85 (2009).

<sup>326</sup> Oran v. Stafford, 226 F.3d 275, 282 (3d Cir. 2000).



そして、2005年に、第3巡回区控訴裁判所は当該基準を *In re Merck & Co. Securities Litigation* 事件<sup>327</sup>において再び確認した。

Merck 社がその完全子会社である Medco 社の株式を新規公開発行する際に、SEC に提出する届出書において Medco 社の不当な収支会計ポリシーをやや曖昧な表現で開示したことについて、Merck 社の機関投資家株主が Merck 社の 33 年法 11 条責任と 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 の責任を追及するために、本件訴訟を提起した。しかし、本件開示が行なわれた後に、Merck 社の株価は下落したどころか、やや上昇した様子を見せていた。約 2 ヶ月後に、ウォール・ストリート・ジャーナルがこの情報発表内容の真意を詳しく説明して報道した結果、Merck 社株価は大幅に下落した。第 3 巡回区控訴裁判所は、効率的な市場仮説の下で Oran 判決が提示した判断基準を踏まえ<sup>328</sup>、Medco 社の不当な収支会計ポリシーが SEC に提出する届出書において公表された後に、株価は下落しなかったことを理由に、当該不実開示に関わる事項は重大性を有しないと判断し<sup>329</sup>、原告の請求を支持しなかった。

一方、このような情報が開示された時点で株価が下落したかどうかを客観的な判断基準として設定する考え方に反対するアプローチも存在する。例えば、第 9 巡回区控訴裁判所は、*America West Holding Corp* 事件<sup>330</sup>において、第 3 巡回区控訴裁判所の考え方を明確に否定し、「被告は、「重大性」要件については裁判所が Oran 判決で判示した（もし情報が公表された後に株式の市場価格に大きな変動がないなら、当該情報は重大ではないと見なすべきとする）当然適用準則（*per se rule*）を採用するべきであると主張したが、われわれはそれを拒むことにする。その理由は、このようなルールを適用することは連邦最高裁判所が *Basic* 事件において判示した原則に反することになるからである」<sup>331</sup>と判示した。

---

<sup>327</sup> *In re Merck & Co. Securities Litigation*, 432 F.3d 261 (3d Cir. 2005);その他にも *In re Burlington Coat Factory Sec. Litig.*, 114 F.3d 1410, 1425(3d Cir. 1997)[第 3 巡回区控訴裁判所は BCF 株式が取引されている市場は効率的であるという前提を確認した上、重要な情報が開示されれば、その影響が株価に及ぶはずであると認定し、本件事件において、不実開示に関わる情報が公開されても、株価が直ちに影響を受けなかったことを理由に、当該情報には重大性を有しないと判断した]。

<sup>328</sup> See *Merck*, *supra* 327, at 268-269.

<sup>329</sup> *Id.*, at 270-276.

<sup>330</sup> *No. 84 Employer-Teamster Joint Council Pension Trust Fund v. America West Holding Corp.*, 320 F.3d 920(9<sup>th</sup> Cir. 2003).

<sup>331</sup> *Id.*, at 934.

さらに、2011年に、連邦最高裁判所は、Matrixx Initiatives 事件<sup>332</sup>において、「重大性」を巡って再び重要な判断を下し、明確かつ客観的な判断基準を提示することについては否定的な態度を示した。Matrixx社は薬の開発・製造と店頭販売を取り扱う会社である。Zicam cold remedy という風邪薬は同社の柱となる商品であり、全社商品売上の約70%を占めている。Matrixx社はいくつかZicamを使用した患者が嗅覚を失ったという症状を生じた報告を受けていたが、これらの報告を公表していなかった。さらに、Zicamと嗅覚喪失の間の因果関係についての研究が発表され、それを報道するニュースも世間に流されていたが、Matrixx社はそれを否認し続けていた。Matrixx社の株主である原告はMatrixx社が株価を維持するためにこれらの報告を発表しないことは、34年法10条(b)項及び規則10b-5に違反する行為に当たるとして、Matrixx社及び3人の役員に対して訴訟を提起したが、被告は、Zicamと嗅覚喪失の間に因果関係があると裏付けられるほど統計上有意の報告を受けていないので、嗅覚喪失という有害事象報告は重大性を有しないと主張した。しかし、連邦最高裁判所は、被告に提出された統計上有意であるとの報告を受けているかどうかを重大性認定の「bright rule」（明白な区分線）にする見解を採用せず、「もし医学の専門家と監視官は因果関係を証明するための統計上有意な証拠を有しないときにも行動するなら、場合によって合理的な投資家も同様に行動することは当然に考えられる。Matrixx社も認識しているように、有害事象報告は、ユーザーが製造会社に対して直接に提出したクレームとか、医者が患者の容態の観察或は患者からの相談に基づいて作成した報告書とか、医者が医学専門誌に発表した詳しい症状を記載する症例報告書とか、或は公表済みの大規模臨床研究とかを含む多くの形で現れている。有害事象報告の重大性を評価することは具体的な事実関係を探求すること

(fact-specific inquiry) であり、報告の情報源、内容、事実関係などの要素を総合考慮しなければならない。これは統計上の有意性が重要でないということの意味するのではなく、それがあらゆる事件を解決する手掛かりではないということの意味」する<sup>333</sup>とし、「10条(b)項及び規則10b-5はすべての重要情報についての積極的な開示責任を会社に課すわけではなく、ある情報を開示するなら投資家に誤解を生じることが避けられる場面において、法律が当該情報の開示を要求することになる。合理的な投資家がある情報を重要なものとして考える可能性があるとしても、会社は自らが市場に対しての公開情報を決めることによって、10条(b)項及び規則10b-5の下で開示しなければならない情報を自らコントロールすることができる」<sup>334</sup>という一般論を提示した上で、嗅覚喪失という有害事象報告は重大な情報であると判断した。

---

<sup>332</sup> See Matrixx, supra 251.

<sup>333</sup> Id, at 1321.

<sup>334</sup> Id, at 1321-22.

## 2 その他のアプローチ

この他、各巡回区裁判所は様々なアプローチを試みていた。不実開示事項の重大性要件を考慮する際に、①不実開示事項を発表する際に使われる口調や表現の具体性から「重大性」要件を判断するアプローチ<sup>335</sup>、②原告が主張した不実開示に関わる会社の事業活動は会社業務全体から見れば、どれくらいの重要性を有するかによって判断するアプローチ<sup>336</sup>、③ある事項が開示されなかったことを問題にする事件において、被告が当該事項について開示義務があるかどうかによって「重大性」要件を判断するアプローチ<sup>337</sup>、④原告主張の不実開示事項について他の公開された情報源が存在するかによって判断するアプローチ、⑤すでに存在する情報開示において、原告に主張

---

<sup>335</sup> FindWhat Investor Grp. v. FindWhat.com, 658 F.3d 1282, 1306 (11<sup>th</sup> Cir. 2011)[FindWhat 社というインターネット会社がワンクリック詐欺の性質を有する仕組みを設置することによって違法な収入を得ていて、株主との電話会議においては会社の業績は伸び続けていることだけを告げ、違法行為をしていたことに言及していなかった。それに対して、FindWhat 株主は 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて責任追及の訴えを提起した。裁判所は合理的な投資家が会社の業績が好調であるという抽象的且つ正確な表現から会社の運営は一切問題ないというように理解することができないから、違法行為を発表しないことは投資家の経営判断に影響するほど重大な不実開示ではないと判断した]; See Bridgestone, supra 306[裁判所は本件判決において、会社の開示情報を客観的な証拠をもって証明できるハード情報と、業績予想や主観的な考え方を示すようなソフト情報に分け、前者において不実の情報が含まれたら、原告投資家が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて責任追及を行うことができるが、後者のうちでハード情報の性質を有するものだけは 10b-5 訴訟の責任追及対象となりうるというアプローチを取った]。

<sup>336</sup> In Litwin v. Blackstone Grp., L.P., 634 F.3d 706(2d Cir. 2011)[Blackstone 社が IPO を行なう際に提出する届出書及び目論見書において、Blackstone 社が重大な投資を行なった二つの会社に関する重要な情報を開示しなかったことについて、Blackstone の株主は 33 年法 11 条、12 条(a)項(2)号及び 15 条に基づいて責任追及の訴えを提起した。この二つの会社への投資内容は Blackstone 社にとって大きな重要性を有するので、原告主張の不実開示事項は「重大性」要件を満たしたと裁判所が判断した]。

<sup>337</sup> Hill v. Gozani, 651 F.3d 151(1<sup>st</sup> Cir. 2011)[本件裁判は投資家が Gozani という医療器械生産会社に対して提起した 10b-5 訴訟である。裁判所は会社が医療費償還についての潜在的なリスクを開示したとしても、当該業務決定に関する内部に存在する反対意見を開示する義務はないと判断した]。

された不実開示事項がどれだけ公開されていたのかによって判断するアプローチなどを挙げることができる<sup>338</sup>。

### 三 重大性を有しない情報開示

会社による情報開示の完全性を評価する際には、投資家保護の観点からできるだけ完全かつ適切な情報開示を促すこと<sup>339</sup>と、発行会社に過度の開示負担や訴訟負担を回避すること<sup>340</sup>との均衡を図ることに注意を払わなければならない。裁判所は具体的な 10b-5 事件において、不実開示に関わる事項に重大性があるかどうかを判断する際に、情報の性質や重要性などの面から定量的かつ定性的に総合考慮しなければならない。しかし、情報の特徴や内容からして、その開示に正確性や妥当性を求めることができないものも存在し、情報の性質自体から重大性がないと裁判所が判断してプリーディングの段階において原告による 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づく損害賠償請求を却下することもある。この点に関して、各巡回裁判所が数多くの裁判例を集積することで重要な判例法理が構築された<sup>341</sup>。

#### 1 誇大宣伝 (puffery)

誇大宣伝とは、重大性要件の面から原告により主張される不実開示についての損害賠償請求を斥けるために最もよく知られている抗弁である<sup>342</sup>。一般的な意味としては、誇大宣伝はセールスマンが商品やサービスを顧客に薦めるために、不明確な表現を用いてアピールすることである<sup>343</sup>。もし発行会社の役員が投資家に対して、「弊社にはきっと良い未来があると思う」というように情報発信したら、それは典型的な誇大宣伝の例である<sup>344</sup>。誇大宣伝は、会社に関する不明確な楽観的情報発表を指し、合理的な投資家から見れば、

---

<sup>338</sup> Robert F. Carangelo, Paul A. Ferrillo, David J. Schwartz & Matthew D. Altemeier, *The 10b-5 Guide—A Survey of 2010-2011 Securities Fraud Litigation*, Weil, Gotshal & Manges LLP, September 2012, 87-101(2011).

<sup>339</sup> The Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745(2002)[法律の冒頭において、当該法律の目的は証券法に従って、会社開示制度の正確性と信憑性を改善することによって投資家保護の目的を達成することにあると書かれている]。

<sup>340</sup> Stephen M. Bainbridge & G. Mitu Gulati, *How do Judges Maximize? Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions*, 51 *Emory L. J.* 83, 121(2002).

<sup>341</sup> Oesterle, *supra* 318, at 184-85.

<sup>342</sup> James D. Cox et al., *Securities Regulation: Cases and Materials* 639-42(7<sup>th</sup> ed. 2013).

<sup>343</sup> David A. Hoffman, *The Best Puffery Article Ever*, 91 *Iowa L. Rev.* 1395, 1397(2006).

<sup>344</sup> Bainbridge & Gulati, *supra* 340, at 120-21.

明らかに重要ではないから、合理的な投資判断に影響を与えることはできない<sup>345</sup>と判断する裁判例が多数存在する<sup>346</sup>。裁判官は上記の理由をもって、多数の金銭強要を目的にする法的根拠を欠くふまじめな訴訟を門前払いにした<sup>347</sup>。そして、原告は被告がある事項について不実開示をしたことを主張するのに対して、被告はそれが誇大宣伝に該当することを理由に当該事項には重大性がないと主張する抗弁は、二つの前提により成り立っているとされる。一つは取引当事者が平等な立場にあり、対等に情報にアクセスすることができること、もう一つは買手が売手の売り込み口上を信じるべきではないということである<sup>348</sup>。

以下では誇大宣伝に関する代表的な裁判例を紹介することで、誇大宣伝の意味、10条(b)項及び規則10b-5の規制範囲から適用除外する理由などを明らかにする。

#### (1) Raab 判決<sup>349</sup>

General Physics 社は、国内原子力産業界に対して従業員トレーニングや技術的なサポートを提供する会社であり、1991年にニューヨーク証券取引所に株式を上場し、エネルギー省(DOE)及びその核兵器や廃棄物処理場の管理・運営を請け負う元請業者に対してサービスを提供する会社である。General Physics 社が株主に対して公表した1991年の年次報告書において、「政府により行なわれる政策調整は、General Physics 社に帰属する DOE サー

---

<sup>345</sup> Hoffman, supra 343, at 1406; Zerman v. Ball, 735 F.2d 15, 21(2d Cir. 1984)[本件債券の特記事項として記載された項目は誇大宣伝であり、それが訴えうる情報開示ではないと判断した]; Howard v. Haddad, 962 F.2d 328, 331(4th Cir. 1992)[裁判所は本事件において、誇大宣伝と考えられる記述は証券詐欺訴訟の基本的な要素である重大性を欠いていると判断した]; Shaw v. Digital Equip. Corp., 82 F.3d 1194, 1217(1st Cir. 1996)[第1巡回区控訴裁判所は本件判決において、誇大宣伝を「会社の経営者からよく聞かされている楽観的な断言であり、商業界にとってなじみのあることであり、この厳密でない楽観的な陳述がきわめて不明確であるから、これを重要だと考える合理的な投資家はいない」と説明した]。

<sup>346</sup> 例えば、Bridgestone, supra 306, at 670-71[裁判所は自賛的な記述が重大性を有しない情報発信であり、それが訴えうる情報開示ではないと判断した]。

<sup>347</sup> Bainbridge & Gulati, supra 340, at 121.

<sup>348</sup> Jennifer O'Hare, The Resurrection of the Dodo: The Unfortunate Re-emergence of the Puffery Defense in Private Securities Fraud Actions, 59 Ohio St.L.J. 1697, 1705(1998); Bainbridge & Gulati, supra 340, at 91-92; Stefan J. Padfield, Is Puffery Material to Investors? Maybe We Should Ask Them, 10 U. Pa. J. Bus. & Emp. L. 339, 352-53 (2008).

<sup>349</sup> Raab v. General Physics Corp. 4 F.3d 286(4th Cir. 1993).

ビスグループがこれから先数年において年間 10%から 30%程度の成長率を生む市場を作り出すことになる」という表現を使っていた<sup>350</sup>。しかし、当該情報開示が行なわれてから約 2 ヶ月半の後に、DOE 契約履行が遅れることや新しい契約のために費やした人員維持費用等が原因で、General Physics 社は第二四半期報告書において、当初予想された収入目標は達成できないかもしれないと公表した。そこで、General Physics 社の株価が 36%ほど下落することになった<sup>351</sup>。General Physics 社の株主は General Physics 会社に対して 10 条 (b) 項及び規則 10b-5 に基づいて責任追及をすることにした。被告である General Physics 社により行なわれた他の情報開示にも問題があると原告が主張したが、1991 年の年次報告書に含まれる楽観的な情報開示が重大性を有する不実開示であることも主張した<sup>352</sup>。

第 5 巡回区控訴裁判所は被告により行なわれた当該情報開示について、「業績の成長に関する当該討論は明らかに厳密でない予測を通じて行なわれていた。そして、挙げられていた成長率の範囲も目標達成の時間も明確ではなかった。これらの記述を頼りにした合理的な投資家は存在するはずがなく、かつ当該記述は市場全体を詐欺にかけるほど明確ではない。アナリストと鞆取り屋は既存の事実を頼りにして証券の価値を評価しているが、会社のスポークスマンにより発された単なる楽観的な意見表明を頼りにしているのではない。明確な事実に基礎付けられる予測について市場が最大の信頼を寄せ、当該記述が虚偽であったり、誤解を招きやすいものであったりするなら、当然に訴えうることになるが、保証という言葉を使わない将来パフォーマンスに関する予測は、一般的に連邦証券法に基づいて訴えうるものではない」<sup>353</sup>と判断し、原告主張を支持しなかった。

## (2) Burlington Coat Factory 判決<sup>354</sup>

Burlington Coat Factory 社は、ニュージャージー州に拠点を置いているデラウェア州の上場会社であり、コート類小売業においてアメリカの代表的な会社の一つである。Burlington 社の株主は、Burlington 社が市場株価を人為的につり上げるために不実開示を行なったことを理由に、10 条 (b) 項及び規則 10b-5 に基づいて訴訟を提起することになった。Burlington 社の財務統括役員 (CAO) は 1993 年 11 月 1 日の証券アナリスト会議において、これから Burlington 社の純利益が以前よりもっと早いスピードで増加することが期待

---

<sup>350</sup> Id, at 289.

<sup>351</sup> Id, at 288.

<sup>352</sup> Id.

<sup>353</sup> Id, at 290.

<sup>354</sup> See Burlington, supra 327.

できるだろう、1994年の会計年度において Burlington 株式の一株平均収益は1.2ドル～1.3ドルぐらいになるだろうという楽観的な将来予測を発表した。しかし、Burlington 社の経営が予想通りにうまく行くことができず、1994年9月20日に行なわれた1994年度報告書開示により当該事実が明らかにされ、一株平均収益は財務統括役員が1993年11月当時に予想したレベルに至らず、1.12ドルしかなかったことが分かった。翌日に Burlington 社の株価が30%近くも下落することになった。後日、Burlington 社は経営状況が予想通りにならなかったことを説明するために追加的な情報発表を行なったが、株価がさらに下落することになった。投資家は財務統括役員が1993年に行なった楽観的な予測は重大な情報に該当し、10条(b)項及び規則10b-5に基づいて責任を追及することになった<sup>355</sup>。

このような原告主張に対して、第3巡回区控訴裁判所は、誇大宣伝法理に依拠し、「ステートメントに含まれる将来予想に関する部分は、一般的かつ曖昧な楽観記述であり、またはすでに存在するトレンドの継続に対する希望である。このような会社役員により行なわれたある希望を意味する曖昧な表現は、市場を騙すことができるという原告主張について、各裁判所がほぼ一致して反対した。われわれもそれに賛同し、当該記述はきわめて曖昧であるので、訴えうることではない」<sup>356</sup>と判示した。

合理的な投資家はある情報が自分の投資判断に影響を及ぼすと考えるなら、当該情報には重大性があると言うことができる。しかし、この定義自体が明確ではなく、どのような投資家が合理的な投資家と言えるかについて学説は分かれている<sup>357</sup>。曖昧な将来的予測とは言え、投資家から見れば、それは具体的な投資判断を決める際に重要であるかどうかはそれぞれの事実背景と情報の種類によるべきであり、ある情報が投資判断にとって重要であるかどうかについても個人差があると思われる。上記二つの事件の事実背景と開示情報に関して、法学教授やロースクールの研究者達を対象にして、裁判所が誇大宣伝として位置づけられる情報は重要であるかどうかについて、ある調査

---

<sup>355</sup> *Id.*, at 1419-27.

<sup>356</sup> *Id.*, at 1427.

<sup>357</sup> *Padfield, supra* 348, at 344; 重大性を定義する際の合理的な投資家とは、市場の基本を理解できるやり手の投資家を指すべきだと主張する学説があるが、裁判所が判決により正式に認められてはいなかった。豊富な経験を有する投資家であるかどうかに関わらず、10条(b)項及び規則10b-5はすべての投資家に適用すべきだと主張する学説もある。さらに、SECがその行政的な役割を果たす際は常に平均的な投資家を保護することに着目する点から見れば、合理的な投資家基準は平均型投資家以上を求めるなら、裁判所が議会から証券市場を規制する権限を得るSECと衝突を生じることになるということも主張する観点も存在する。

研究があり、Raab 事件の情報については 84%の参加者がそれを重大情報だと考えるという結果が得られ、Burlington 事件の情報については 47%の参加者が CAO により行なわれる発言が重大であると判断するという結果が得られた<sup>358</sup>。これによれば、裁判所が誇大宣伝理論の適用についてはより慎重に判断すべきではないかと思われ、それに基づいて情報開示の重大性を否定することにより原告請求を却下することの合理性は改めて見直さなければならないのではないかとも思われる。

## 2 注意表示の法理 (Bespeak Caution)

注意表示の法理も上記の誇大宣伝法理と同じく、将来予測の重大性に関する法理であるが、注意表示の法理は、楽観的な将来情報だけでは重大性を否定するには足りず、特定のリスクを開示する十分な注意文言も記載されなければ、裁判所は当該情報開示が重大性を有しないと認定することができないという法理である<sup>359</sup>。注意表示の免責法理は二つの基本的な原則の上に成り立ち、一つは楽観的な将来情報と同時に開示される注意文言が合理的な投資家からみれば誤解できないほど明確でなくてはならない<sup>360</sup>。もう一つは、注意文言は原告が不実開示を信頼したことを主張する権利を剥奪し、被告を責任から解放することができる<sup>361</sup>。さらに、注意表示の法理にはいくつか重要な特徴があり<sup>362</sup>、第一は、主観的分析に関わるソフト情報の一種である将来予想に関する記述だけが注意表示法理の適用対象である<sup>363</sup>。第二は、定型の文言を使う注意文言だけでは投資家に注意喚起させることにならない<sup>364</sup>。例えば、書類のファーストページにおいて当該投資が生じうるリスクを一般的に説明する文言を置くだけでは、裁判所は当該書類が投資家に注意喚起する効果があると認めることができない<sup>365</sup>。第三は、裁判所がこの注意表示原

---

<sup>358</sup> Id, at 364-75.

<sup>359</sup> 行澤一人「不公正取引一般：金商法 157 条を中心に」大証金融商品取引法研究会 (12) 61 頁 (2013)。

<sup>360</sup> Donald C. Langevoort, Disclosures that “Bespeak Caution”, 49 Bus. Law. 481, 481 (1994).

<sup>361</sup> Id, supra 360, at 487.

<sup>362</sup> Jonathan L. Booze, A Comparative Analysis of the Application of the Bespeaks Caution Doctrine to Forward-Looking Statements, 47 Kan. L. Rev. 495, 501-2 (1999).

<sup>363</sup> Richard I. Miller & Michael R. Young, Financial Reporting and Risk Management in the 21<sup>st</sup> Century, 65 Fordham L. Rev. 1987, 2034-5(1997).

<sup>364</sup> Id, at 2035.

<sup>365</sup> Booze, supra 362, at 502.



則を一つの法律問題に関する法理として適用することになり<sup>366</sup>、裁判所は、陪審員が参加する公判審理の前に、当該注意表示原則を用いて原告が主張した不実開示に関わる事項の重大性を否定し、被告勝訴の略式判決を下すことができる<sup>367</sup>。

注意表示法理は、1977年に *Polin v. Conductron*<sup>368</sup>において第8巡回区控訴裁判所により初めて認められた<sup>369</sup>。他の巡回区裁判所はこの法理を直ちに受け入れるのではなく、第2巡回区控訴裁判所は1985年の *Goldman v. Belden*<sup>370</sup>から注意表示法理に目を向けるようになったが、注意表示であることを理由をもって、被告により行なわれた不実開示の重大性を否定したわけではない。そして、1986年において同裁判所が *Luce* 事件<sup>371</sup>において初めて注意表示法理を用いて被告が行なった不実開示には重大性がないと判断し、

---

<sup>366</sup> Douglas M. Branson, *Running the Gauntlet: A Description of the Arduous, and Now Often Fatal, Journey for Plaintiffs in Federal Securities Law Actions*, 65 U. Cin. L. Rev. 3, 20-21(1996).

<sup>367</sup> Langevoort, *supra* 360, at 482-483.

<sup>368</sup> *Polin v. Conductron Corp.*, 552 F.2d 797, 806(8<sup>th</sup> Cir. 1977).[第8巡回区控訴裁判所は *Polin* 事件判決の傍論において、「注意表示という言葉は被告が1967年度報告書の将来に向ける展望の部分で使われ、不信行為と詐欺を発見できる確証とは程遠い。予想、予期と可能性を表す言葉は、急速に変化する実際状況においての複雑で変わりやすい影響を見極めるのが不可能である」ということを認識している」と注意表示を解釈した]。

<sup>369</sup> Jonathan B. Lurvey, Note, *Who is Bespeaking to Whom? Plaintiff Sophistication, Market Information, and Forward-Looking Statements*, 45 Duke L. J. 579, 586(1995).

<sup>370</sup> *Goldman v. Belden*, 754 F.2d 1059(2d Cir. 1985)[本件において、原告が被告役員により発表された楽観的な将来予想に関する記述を信頼して損害を受け、当該将来予想に関する記述が不実であることを理由に、10b-5 責任を追及することになった。裁判所は注意表示を含める記述が 10 条(b)項及び規則 10b-5 により責任追及できる不実開示ではないと認めた上で、本件被告役員により行なわれた記述には注意を促す表現を用いなかったため、それが注意表示にあたらないとして、原告主張を支持し、下級裁判所判断を取り消した]。

<sup>371</sup> *Luce v. Edelstein*, 802 F.2d 49(2d Cir. 1986)[無限責任パートナーである被告が募集要項を発行して分譲マンション開発プロジェクトの有限責任組合持分を発売し、当該組合が債務不履行になった。組合持分を取得した原告が損失を被って、募集要項において当該組合が取得可能な経済的な利益についての説明が不実であることを理由に、被告の 10b-5 責任を追及する訴えを提起することになった。裁判所は当該募集要項において組合が得られる経済的利益についての説明部分はあくまで予想的な記述であり、同じ書類の中に十分な注意表示の表現も付随しているから、当該記述は注意表示にあたり、被告がそれを発表したことにより責任を生じることにならないと判断した]。

原告による訴えを却下することにした。それ以来、各巡回区裁判所は注意表示法理を認めるようになり、現在では一般的な法理として使われるようになった<sup>372</sup>。

注意表示法理がもともとコモン・ローから発展してきた法理なので、連邦最高裁判所が明確な判断を下す前に、どのような状況における情報開示に注意表示法理を適用することができるか、或はどのような表現が投資家に注意喚起させる作用があると認められるか等の点について、各巡回区裁判所がそれぞれ違う観点を示してきた。

第6巡回区控訴裁判所は *Sinay* 事件<sup>373</sup>において、第2巡回区控訴裁判所により確立された注意表示法理を認めた上で、二つの適用条件を加えた。被告である *Lamson* 社はニューヨーク株式市場に上場した運送設備や建設設備の製造を携わる会社である。*Lamson* 社は1年に4回の情報開示にわたり、被告会社の経営状況に関して楽観的な情報や将来予想を発表し<sup>374</sup>、投資家である原告がそれを理由に、被告が株価をつり上げる目的で不実開示を行なったと主張し、10条(b)項及び規則 10b-5 に基づく損害賠償請求を行うことになった。それに対して、第6巡回区控訴裁判所が次のように判示した。まず、もし被告が経済的な予測を行なう際に注意文言を付記しておけば、当該経済的な予測は訴えうる情報開示ではないということを認めた<sup>375</sup>。次に、「記述の本質を分析する際に、裁判所は当該予測が信頼性を暗示しているか、注意表示が善意 (good faith) で作られていたのか、または有力な事実の根拠又は歴史的根拠を有するかどうかを重視しなければならない」<sup>376</sup>と述べ、i 情報開示会社及びその役員が現有の情報に基づき、かつ善意をもって陳述を行なえば、10条(b)項及び規則 10b-5 に基づく責任が発生しない、ii ある記述が

---

<sup>372</sup> *Miller & Young, supra* 363, at 2032.

<sup>373</sup> *Sinay v. Lamson & Sessions*, 948 F.2d 1037(6<sup>th</sup> Cir. 1991).

<sup>374</sup> *Id.*, at 1039. 一回目の情報公表は1988年の10月に行なわれ、*Lamson* 社が1989年の第一四半期まで続くことが見込まれる季節的な要素により商業用不動産市場における業績悪化に堪えている最中であるが、第三四半期の業績が芳しいと発表した。二回目の情報公表は1988年の12月に行なわれ、1988年度において*Lamson* 社の業績が非常に好調であることが公表された。三回目の情報公表は1989年2月に行なわれ、*Lamson* 社が1988年の業績は満足なものであるから、国内と世界の運送市場を引き続いて開拓しようとする意図が示された。四回目の情報公表は1989年の4月に*Lamson* 社の代表取締役のインタビューにより行なわれ、市場アナリストが予測した1989年度の*Lamson* 社収益を否認せず、1989年に控えている建設市場の不況に対して、*Lamson* 社が新開発商品により築かれる業績に期待すると発言した。

<sup>375</sup> *Id.*, at 1040.

<sup>376</sup> *Id.*

訴えうるかどうかを判断するために、裁判所は公表当時の状況に鑑みて、当該記述が虚偽であるかどうかを考慮すべきであるという二つの条件を注意表示法理に付け加えた<sup>377</sup>。

それで、第 6 巡回区控訴裁判所は、第 2 巡回区控訴裁判所と同様に、注意表示法理を被告の免責抗弁としてではなく、詐欺が発生したかどうかを分析する一つの考慮要素として位置づけたと *Sinay* 判決を評価する学説もある<sup>378</sup>。

さらに、第 2 巡回区控訴裁判所は、注意表示法理に関する裁判例において判断を下す際に、被告により行なわれた情報開示について注意表示法理を適用するために、問題となる情報開示と注意表示の表現が同じ開示書類に含まれていなければならない<sup>379</sup>という前提を提示し、第 6 巡回区控訴裁判所もそれを受け入れていた<sup>380</sup>。

そして、第 10 巡回区控訴裁判所は注意表示原則を被告が証券詐欺訴訟における適切な法的抗弁として認めた上で、その適用範囲をさらに拡大した。*Grossman* 事件<sup>381</sup>において、ネットワークサービスを取り扱う被告会社がある文書作成ソフトウェア専門の制作会社を買収するために、新株発行を図り、SEC に提出する有価証券発行届出書において当該買収計画を実施する際に生じうる問題や財務業績に悪影響を及ぼす可能性などを説明したが、被告会社役員は当該買収意図が発表される時から合併実施後に右肩下がりの業績が公表される前に 5 回にわたって声明を行なったが、いずれにも上記のようなり

---

<sup>377</sup> Anand Das, A License to Lie: The Private Securities Litigation Reform Act's Safe Harbor for Forward-Looking Statements Does Not Protect False or Misleading Statements When Made with Meaningful Cautionary Language, 60 *Cath. Uni. L. Rev.* 1083, 1092 (2011).

<sup>378</sup> *Booze*, supra 362, at 509.

<sup>379</sup> See *Goldman*, supra 370; See *Luce*, supra 371, at 56; *I. Meyer Pincus & Associates v. Oppenheimer & Co.*, 936 F.2d 759, 762-63(2d Cir. 1991)[当該事件において、原告投資家が途中で換金できないクローズエンド型投資信託を購入し、被告により発行される投資信託目論見書において「当該クローズエンド型投資信託がしばしば基準価格にプレミアム付で取引されていると同時に、割引価格で取引されることもある」が記載されているが、実にこの種類の投資信託が市場において割引価格で取引されるのは一般的な状況である。それで、原告は上記記載が投資家を誤解に誘導する情報開示となり、33 年法 11 条と 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて責任を追究することになった。それに対して、裁判所は被告が当該情報開示においてこの投資信託が割引価格で取引されるリスクも十分に説明したので、原告主張を支持しなかった]。

<sup>380</sup> See *Sinay*, supra 373, at 1041; *Booze*, supra 362, at 510-11.

<sup>381</sup> *Grossman v. Novell, Inc.*, 120 F.3d 1112(10<sup>th</sup> Cir. 1997).

スクを表す表現を使わず、楽観的な情報しか発信しなかったことが問題とされ、投資家である原告が被告会社及びその役員に対して責任追及の訴えを提起することにした<sup>382</sup>。第 10 巡回区控訴裁判所はまず注意表示法理を認めた上で、原告が主張したプレス・リリースやインタビューの形で行なわれた情報開示には注意文言を含めていないが、SEC に提出する有価証券発行届出書と連結して行なわれた情報開示として見ることができるから、この有価証券発行届出書には明確な注意喚起の文言や特定のリスクを表す表現を使っていたことを考えると、被告による情報開示が注意表示法理を適用して免責されるべきであると判断した。言い換えると、第 10 巡回区控訴裁判所の考え方によると、注意文言と問題とされる将来予想に関する記述が同じ情報開示に含まれなくても、注意表示法理を適用することができる<sup>383</sup>。重大性の概念について、第 2 巡回区控訴裁判所は個人が把握できる情報総量を評価するのに対して、第 10 巡回区控訴裁判所のアプローチは市場全体が把握できる発行会社に関する情報総量を基準に評価する点に合理性があると思われる<sup>384</sup>。しかし、注意表示法理の適用範囲を過大に拡大する虞があり、実務的にも理論的にも正当性を欠き、それを強く批判する学説もある<sup>385</sup>。

### 3 PSLRA による安全港規定

注意表示法理は、企業が投資家により将来予想に関する記述の不実性を問われて 10b-5 責任を追及される際に主張できる抗弁として認められているが、企業側が責任追及のリスクを回避するために将来予想に関する情報公表を控える事態になることを防ぐため、議会は、1995 年に民事証券訴訟改革法 (Private Securities Law Reform Act, 略称 PSLRA) を制定し、特定の将来予想に関する記述について免責とする安全港規定を設けた<sup>386</sup>。当該安全港規定は上場会社に保護を与える一方、発行会社が投資家に向けてより多くかつより信憑性の高い情報を開示することを促すのも目的とされている<sup>387</sup>。

安全港規定により免責される将来予想に関する記述は書面だけではなく、口頭による記述もカバーされるが、株式公開買付けや株式新規公開に関する

---

<sup>382</sup> *Id.*, at 1115-17.

<sup>383</sup> *Id.*, at 1121-22.

<sup>384</sup> *Booze*, *supra* 362, at 519.

<sup>385</sup> *Id.*, at 513-20.

<sup>386</sup> Securities Act § 27A, 15 U.S.C.A. § 77z-2; Securities Exchange Act of 1934 § 21E, 15 U.S.C.A. § 78u-5.

<sup>387</sup> Stephen M. Muniz, Note, The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Protecting Corporations from Investors, Protecting Investors from Corporations, and Promoting Market Efficiency, 3 *NEW ENG. L. Rev.* 655, 700(1997).

情報開示に含まれる将来予想情報は安全港規定の免責対象となっていない<sup>388</sup>。安全港規定は、上記の注意表示法理を踏まえて設けられていたが、免責できる情報開示のあり方と適用除外の類型を文言化することによって具体化することにした。具体的に、安全港規定は：

- A 将来予想に関する記述と共に注意喚起の文言も付記すれば、10条(b)項及び規則 10b-5 の責任対象とならない；又は
- B 将来予想に関する記述に関わる事項が重大性を有しないと考えられる場合、10条(b)項及び規則 10b-5 の規制範囲に入らない；

そして、もし原告が将来予想に関する記述について以下のことを証明できなければ、当該将来予想に関する記述について民事責任を追及することができない

I 将来予想に関する記述を発表した者が自然人である場合、当該記述が虚偽又は誤解を招きやすいことを実際に知っていること；

II 将来予想に関する記述を発表した者が法人である場合、

i 当該発表が法人の執行役員により行なわれたこと、又はその承認を得ていたこと；

ii 当該発表を行なった役員又は承認をした役員は、当該陳述が虚偽又は誤解を招きやすいことを知っていること<sup>389</sup>。

上記 A 項と B 項の規定は、それぞれ独立的な存在であるので、理論上発表者がその内容が虚偽又は誤解を招きやすいことを実際に知っているとしても、有意義な注意文言を加えれば、将来予想に関する記述については免責されることができるようになる一方、注意文言を付記するなら、すべての将来予想に関する記述が免責対象となることになっている。こういう結果は、明らかに連邦証券法の目的に反するから、司法解釈によりそれを修正する必要があるのではないかという議論が盛んである<sup>390</sup>。

---

<sup>388</sup> Brodsky & Adamski, *supra* 258, at 840; 15 U.S.C.A. § 77z-2; Securities Exchange Act of 1934 § 21E(b), 15 U.S.C.A. § 78u-5(b); *In re Unicapital Corp. Securities Litigation*, 149 F. Supp. 2d 1353, 1373(S.D. Fla. 2001)[原告により主張される不実開示情報は有価証券登録届出書、目論見書と財務報告に含まれる情報であるから、安全港規定により免責されることはできないと裁判所が明確に判断した]。

<sup>389</sup> Securities Exchange Act of 1934 § 21E(c)(1).

<sup>390</sup> Allan Horwich, *Cleaning the Murky Safe Harbor for Forward-Looking Statements: An Inquiry into Whether Actual knowledge of Falsity Precludes the Meaningful Cautionary Statement Defense*, 35 J. Corp. L. 519, 527-528(2010).

例えば、第5巡回区控訴裁判所は、*Lormand v. US Unwired, Inc.*において、安全港規定を適用する前提として、A項とB項は独立的な存在として、事実状況に応じて別々に考慮すべきであるというアプローチを取った<sup>391</sup>。本件において、被告会社はその組織上の変更が実質的なリスクを齎し、財務状況にも悪影響を及ぼしていることを知りながら、会社の状態について楽観的な将来予想を発表した<sup>392</sup>。第5巡回区控訴裁判所はA項とB項の両方を用いて分析し、被告は情報開示を行なう際に当該情報が誤解を招きやすいことを実際に知っていたから、本件において安全港規定を適用することはできないと判断する一方<sup>393</sup>、被告が将来予想に関する記述と同時に発表した注意文言は有意義な注意的表現を用いたというよりは、不明確かつ定型的な表現を用いたと考えられるので、安全港規定を適用して免責されることができないと判断した<sup>394</sup>。

B項は、被告の主観的な要素も考慮に入れるのに対して、客観的な事実状況だけがA項の判断要素となるから、もし被告は当該将来予想に関する記述が虚偽又は誤解を招きやすいことを知っているなら、被告がA項の適用を主張し、免責されることはできないというアプローチを取る裁判例も多数ある<sup>395</sup>。例えば、カリフォルニア中央地区連邦地方裁判所は*SeeBeyond*事件<sup>396</sup>において、裁判官がA項を適用する際にも被告の主観的な意思を考慮しなければならず<sup>397</sup>、A項により決められている客観的な判断基準は議会の立法者意図にあまりにも反していると評価し、被告は当該事実開示が虚偽であることを知っていることを理由に、安全港規定の適用を拒むことにした<sup>398</sup>。さらに、*Milamn*事件においてニューヨーク南部連邦地方裁判所は、安全港規定のA項とB項は別々の存在であり、「被告は自分が行なった発表内容は発表当時において虚偽であることを知っているなら、如何なる注意的文言を用いても

---

<sup>391</sup> *Brodsky & Adamski*, supra 258, at 843-44.

<sup>392</sup> *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228, 243-52 (5<sup>th</sup> Cir. 2009).

<sup>393</sup> *Id.*, at 244.

<sup>394</sup> *Id.*, at 247.

<sup>395</sup> *Das*, supra 377, at 1098.

<sup>396</sup> *In re SeeBeyond Techs. Corp. Sec. Litig.*, 266 F. Supp. 2d 1150(C.D.Cal. 2003).

<sup>397</sup> *Id.*, at 1165-66[もし被告は将来予想に関する記述が虚偽又は誤解を招きやすいことを知りながらそれを公表したら、付記する注意文言は発表者がその虚偽性又は誤解されやすい点を実際に知っているのを示さなければ、又は、少なくともそれが虚偽又は誤解されやすい理由を説明しなければ有意義であるとは言えないと裁判所が判断した]。

<sup>398</sup> *Id.*, at 1166-67.

当該重大な不実開示又は不開示について責任を逃れることはできない」<sup>399</sup>というアプローチを取った<sup>400</sup>。

しかし一方、安全港規定の文言に忠実に従い、文字通りに A 項と B 項を二つの独立的な法文として適用する裁判例やそれを支持する学説も多数存在する<sup>401</sup>。例えば、第 6 巡回区控訴裁判所が *Miller v. Champion Enterprises Inc.*<sup>402</sup>において、A 項と B 項を別々に分析して安全港規定を平易に解釈するアプローチを取った。つまり、A 項を適用する場面にあたるかどうかを分析する際に、被告の主観的意思は無関係と考え、被告が自らにより発表される情報は虚偽であることを知っているとしても、投資家に注意喚起できる文言を付記するならば、A 項を適用することが認められ、10 条(b)項及び規則 10b-5 に定められる責任を免れることができる<sup>403</sup>。さらに、第 11 巡回区控訴裁判所が *Edward J. Goodman Life Income Trust* 事件<sup>404</sup>において、「被告は虚偽性について認識があるという原告主張は、将来予想に関する記述が有意義な (meaningful) 注意文言を付記する際に被告から安全港規定の保護を剥奪することができない」<sup>405</sup>と判断し、A 項と B 項はそれぞれ独立的な存在であるという観点を明らかに表明した。当該アプローチに賛同する他の裁判例や学者も多数存在している<sup>406</sup>が、上記 A 項の場面を分析する際に B 項という公表

---

<sup>399</sup> *Milman v. Box Hill Sys. Corp.*, 72 F. Supp. 2d 220, 231(S.D.N.Y. 1999).

<sup>400</sup> 同じく当該アプローチを採用した裁判例として、*In re Alliance Pharm. Corp. Sec. Litig.*, 279 F. Supp. 2d 171, 192(S.D.N.Y. 2003)[安全港規定は悪意の不実開示を保護することができないと裁判所が明言した]; *Rombach v. Chang*, 355 F.3d 164, 173(2d Cir. 2004)[将来リスクを表示する注意的文言は、当該危険が既に発生したことを開示しなかった行為により生じる責任を回避することができない]; *Primavera v. Liquidmetal Techs., Inc.*, 403 F. Supp. 2d 1151, 1159(M.D. Fla. 2005)[もし被告には情報開示の虚偽性について認識があるなら、安全港規定からの保護を受けることができない]; *Gargiulo v. Isolagen, Inc.*, 527 F. Supp. 2d 384, 389(E.D. Pa. 2007)[もし被告は当該注意文言を付されている情報発表が虚偽であることについて実質的な認識を持っているなら、安全港規定を適用するために注意文言を用いるだけでは十分ではないと判断した]; *Andropolis v. Red Robin Gourmet Burgers, Inc.*, 505 F. Supp. 2d 662, 676(D. Colo. 2007)[もし原告は不実な情報を開示した者が当該開示情報の虚偽性を知っていることを証明できれば、仮に注意文言が付されていても、当該情報開示は訴えうるものであると判断した]を挙げることができる。

<sup>401</sup> *Brodsky & Adamski*, supra 258, at 844-49.

<sup>402</sup> *Miller v. Champion Enterprises Inc.*, 346 F.3d 660(6<sup>th</sup> Cir. 2003).

<sup>403</sup> *Id.*, at 672.

<sup>404</sup> *Edward J. Goodman Life Income Trust v. Jabil Circuit, Inc.*, 594 F.3d 783(11<sup>th</sup> Cir. 2010).

<sup>405</sup> *Id.*, at 795.

<sup>406</sup> *Brodsky & Adamski*, supra 258, at 844-49;その具体例として、*In re Cutera Securities Litigation*, 610 F.3d 1103, 1112(9<sup>th</sup> Cir. 2010)[裁判所は投資家である

者の主観的な意思も考慮しなければならない考え方を支持する者は、A項に含まれる「有意義な」という表現が公表者の主観的な意思についての分析を自然に織り込むことになる点<sup>407</sup>や、会社が明らかに虚偽の将来予想を公表しても注意文言により免責されることができることから考えて、安全港規定の保護範囲が広すぎるという点から、当該アプローチを強く批判する学説もある<sup>408</sup>。

この点について、連邦最高裁判所が未だ具体的な事件において判決を下していないので、PSLRAの下での安全港規定の解釈は以上のどのアプローチを取るかが定かではなく、これからの裁判例の集積に期待するしかないと思われる。そして、将来情報以外に、合併交渉に関する情報や、登録届出書類の記載が義務づけられる経営陣の会社財務情况等についての討論内容が、10条(b)項及び規則10b-5の責任対象として考える場合に、重大性を有するかどうかについての議論も盛んであるが、ここでは割愛することにする。

#### 4 重大性の判断時点

既に紹介した通り、一般的に受け入れられている「重大な情報」の定義とは、「どのような状況下においても、合理的な投資家は当該開示されなかった事実（または開示事実）が現実的意義を有すると判断する可能性が高い」情報であり、「当該開示されなかった事実（または不実開示事実）が開示されることで、合理的な投資家は自己の利用可能な情報の「総合量」が著しく変化されたと考える可能性が高い」<sup>409</sup>情報である。一方、10b-5訴訟に適用するFraud-on-the-market理論から考えると、重大性と株価インパクトを同

---

原告により提出された安全港規定のA項とB項を組み合わせて考えるべきであるという主張を却下し、A項とB項は違うタイプの将来予想に関する記述を対象にして作られている安全港規定であるから、被告の主観的意思はA項と無関係のはずであると判断した]等が挙げられる。Horwich, *supra* 390, at 559.

<sup>407</sup> Das, *supra* 377, at 1103[当該論文において、投資家にとって有意義であるかどうかを判断する際に、被告が情報開示を行なう当時における主観的な意思を考察しなければならないと判示した]; *In re Nash Finch Co.*, 502 F. Supp. 2d 861, 873(D. Minn. 2007)[被告は自分が想定した潜在的リスクは既に発生していることを知っている場合、注意文言は有意義であると考えることができず、彼らにより発表される積極的な情報開示は虚偽であると判断した]; See *Beyond*, *supra* 396, at 1165-66.

<sup>408</sup> Das, *supra* 377, at 1105.

<sup>409</sup> See *TSC Industries*, *supra* 138, at 449.



一視する考え方もある<sup>410</sup>。つまり、もしある事実が株価に影響を与えることができれば、当該事実が重大であると考えられる<sup>411</sup>。TSC 判決で確立した「重大性」の定義の前半部分は一人の合理的な投資家に着目するのに対して、後半部分の「重大性」の定義は市場投資家全体の行動を考慮し、重大な情報は少なくとも市場において一部の投資家の行動に影響することにより、市場株価インパクトを生じさせることに着目している<sup>412</sup>。しかし、重大性は株価インパクトとイコールとすることができるかについて、連邦最高裁判所は未だ明確な判断を下さず、重大性を株価インパクトとして解釈することは、連邦最高裁判所が上記 *Matrixx* 判決において重大性を評価する際には明確な境界線基準を採用すべきではないという趣旨に反するおそれがあり、議論の余地があると指摘されている<sup>413</sup>。

すでに紹介した通り、不実開示から損害を受けた投資家が集団訴訟の形で 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて責任追及の訴えを提起しようとする場合には、事実審理に入る前に、連邦民事訴訟規則 23 条に基づき、クラスとしての認証を得なければならない。10b-5 訴訟と 18 条(a)項訴訟との最大の違いは信頼要件についての立証という点である。10b-5 訴訟は *Basic* 事件において、信頼要件の立証については反証の余地を許す *Fraud on the market* 理論を適用することにより、効率的な市場において発行会社に関する不実の情報はすべて株価に織り込まれることを認め、不実開示期間において証券取引をした投資家全員が株価を通じて不実開示から影響を受けたと見なすから、一人一人が不実開示を信頼して取引したことを立証しなくても、クラスとして認証されることができる。不実開示に関わる事項の重大性が 10b-5 訴訟の

---

<sup>410</sup> *Booth*, supra 312, at 519; *Schleicher v. Wendt*, 618 F.3d 679, 682(7<sup>th</sup> Cir. 2010)[ある者が取得可能な情報総量に算入できる虚偽（又は真実）の記述をする際に、当該情報は株価を通じてすべての投資家の元に届くことになる。すべての株式が同じ時点において同じ価格で取引されるから、すべての投資家が実際に同じぐらゐの情報を把握している。当該価格が情報を伝達することとともに、投資家が損失を被ることの原因にもなる]

<sup>411</sup> See *Basic*, supra 251, at 247-48.

<sup>412</sup> *Booth*, supra 312, at 519; See *Basic*, supra 251, at 243-44; See *Raab*, supra 349, at 289[業績成長を予測する不明確な記述は株式の市場価格に影響を与えることができないから、ソフトの情報又は誇張表現が重大性を欠いていると裁判所が判断した]; See *Shaw*, supra 345, at 1218 [FOTM 理論の下の責任問題について、不実開示は原告がそれを直接的に依頼したことではなく、不実開示が株価に影響を与えたことにより損害が発生することになると裁判所が説明していた]; See *Burlington*, supra 327, at 1425 [当該事件において、裁判所は FOTM 理論から、効率的な市場において情報の重大性は株価がその影響を受けることによって体現されていると明示した]。

<sup>413</sup> *Booth*, supra 312, at 529.

法的要件であるとともに、FOTM 理論を成立させるための一つの前提要件でもある<sup>414</sup>。不実開示情報が「重大性」要件を満たすかどうかという問題は、信頼要件に関連する FOTM 理論の成立に関わるから、重大性要件の審査はクラス認証の段階に為すべきかどうかについて各巡回区裁判所の考え方が分かっている。その点について、連邦最高裁判所が 2013 年に Amgen 事件<sup>415</sup>において明確な判断を示した。重大性要件と信頼要件に関する FOTM 理論の関係、株価インパクトの位置づけ等については下記の FOTM 理論の部分において詳しく分析することにする。

### 第 3 款 信頼要件

10 条(b)項及び規則 10b-5 の基本的な法的要件である信頼要件 (reliance) は損害についての因果関係 (loss causation) と区別され、被告が行なう不実開示と原告が被る経済的な損害との間の因果関係を意味するのではなく、被告が行なう不実開示と原告により取られる投資判断との間の因果関係を意味し、取引上の因果関係 (transaction causation) とも呼ばれている。不実開示は原告が株式投資判断をする原因であり、若しくは最も重要な原因の一つである<sup>416</sup>。信頼要件は不実開示と経済的損害の因果関係の一環として考えられるから、信頼要件により因果関係の存在を証明することが唯一の方法ではない<sup>417</sup>。信頼要件を証明するための最も伝統的な方法は、原告である投資家が不実開示に含まれる公表情報を直接見て又は聞いてから株式投資判断を決定したということを証明することである<sup>418</sup>。しかし、この取引上の因果関係を証明することは簡単ではなく、特に投資家がクラスアクションの形で 10b-5 訴訟を提起する場合に、裁判所が信頼要件について厳格な立証活動を求めるなら、クラス一人一人の信頼要件に関する証明が求められることになり、クラスアクションの提起が不可能となる。実務上は不実開示の種類によって信頼要件に関する三つの推定があるが、その中の二つは連邦最高裁判所により認められている<sup>419</sup>。

#### 一 重要な情報の不開示の場合

信頼要件は 10 条(b)項及び規則 10b-5 の基本的な法的要件であるから、原告はそれについて積極的に立証しなければならないが、訴訟において主張さ

---

<sup>414</sup> See Basic, supra 251, at 219 n27.

<sup>415</sup> See Amgen, supra 251.

<sup>416</sup> Brodsky & Adamski, supra 258, at 902-903.

<sup>417</sup> James D. Cox, Understanding Causation in Private Securities Lawsuits: Building on Amgen, 66 Vand. L. Rev. 1719, 1740-41 (2013).

<sup>418</sup> See Halliburton I, supra 251, at 2185.

<sup>419</sup> Brodsky & Adamski, supra 258, at 903.

れた不実開示の問題が重大事実に関する不開示の問題である場合は当該積極的な立証義務の例外とされる<sup>420</sup>。

**Affiliated Ute** 事件<sup>421</sup>は、連邦最高裁判所が 10 条(b)項及び規則 10b-5 の信頼要件に関して初めて明確な判断を下した事件である。当該事件において、株式を売った者である原告は当該株式のマーケットメーカーとして当該取引を可能にした銀行やその二人の役員を被告とし、被告は原告が当該株式取引において市場価格以下の価格で取引をしたことを知っているにもかかわらず、原告に告げなかったことを理由に、10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて訴訟を提起した。連邦最高裁判所はまず被告がマーケットメーカーとして原告に対し、原告が市場以下の価格で取引が成立したことを原告に説明する責任があると認定した上、「本事件の状況において、不開示が主な問題である際に、信頼要件についての確証が損害回復の必要不可欠な条件ではない。不実開示に関わる事実は、合理的な投資家が当該投資判断を決める際にこれらの情報は重要だと考える可能性があるという意味で、重大であることが必要である。実際に、この開示義務と重大な事実は因果関係の最も重要な必須要件を構成している」<sup>422</sup>というように元々開示義務のある重大事実が開示されていない場合には、開示義務と重大性だけを立証すれば信頼要件に関する推定を適用することができ、不開示の事件も 10b-5 訴訟で解決することを可能にした。そして、当該法理はクラスアクションであるか一般的な個別訴訟であるかに関係なく、上記二つの前提条件が立証されれば適用することができる<sup>423</sup>。

この重要な事実についての不開示に関する推定は後述の FOTM 理論と同様に反証を許す推定である<sup>424</sup>。連邦最高裁判所が **Sroneridge** 判決において判示した通り、「重大事実に対して開示義務のある者が当該事実を開示しなかった場合には、開示義務の対象である投資家が信頼要件について明確な証拠により信頼要件を立証する必要がない」<sup>425</sup>。具体的には、不開示に関する **Ute** 推定の適用が裁判所に認められたら、被告は、もし原告が当該開示されなかった情報を知ったとしても同じような行動を取っただろう<sup>426</sup>、或いは原告は重要な事実が開示書類に含められなかったことを主張する一方、そもそも投

---

<sup>420</sup> *Id.*, at 905.

<sup>421</sup> See *Affiliated*, *supra* 251.

<sup>422</sup> *Id.*, at 153-54.

<sup>423</sup> *Brodsky & Adamski*, *supra* 258, at 903.

<sup>424</sup> James K. Goldfarb, Michael V. Rella, The “*Affiliated Ute*” Presumption of reliance is no Panacea, 251 N.Y.J.L. 103(May 30, 2014).

<sup>425</sup> See *Stoneridge*, *supra* 87, at 159.

<sup>426</sup> *Brodsky & Adamski*, *supra* 258, at 908.

資判断をする際に当該開示書類を見ていなかった<sup>427</sup>など、原告の信頼が認められるべきではないことを立証できたら、Ute 推定を覆すことができる。

しかし、実務上、原告がこの **Affiliated Ute** 推定を援用するのはそれほど簡単ではない。当該信頼要件に関する Ute 推定の援用が裁判所に認められなかったら、原告は被告が当該事実を開示しなかったから取引に参加したということを証明しなければならないことになる<sup>428</sup>。しかし、それは連邦最高裁判所が **Basic** 判決で提示したように、「もし開示されなかった事実が被告により開示されれば原告がどう行動するだろうかという推測的な事実状態についての証明を原告に求めることは、客観的な市場で取引される 10b-5 訴訟原告に必要な、かつ現実的でない立証責任を課すことになる」<sup>429</sup>。

一方、原告が重要事実に関する不実開示と重要事実に関わる不開示の両方を含む主張を提出する際に、信頼要件について積極的な確証を挙げることが必要かどうかは不明確である<sup>430</sup>。不実開示の部分に関する主張について、原告が信頼要件に関して積極的な確証を提出しなければならないと判断する判例<sup>431</sup>があるが、原告が提出した不実開示の主張と不開示の主張のいずれが主

---

<sup>427</sup> *Shores v. Sklar*, 647 F.2d 462, 468(5<sup>th</sup> Cir. 1981).

<sup>428</sup> *Latigo Ventures v. Laventhol & Horwath*, 876 F.2d 1322, 1326(7<sup>th</sup> Cir. 1989)[不開示が問題として主張される際に、信頼という言葉は実に解釈しにくいものであり、原告がそれに誤った方向に導かれて損失を被ったと言ってもいいかもしれないと裁判所が判断した]; *Akin v. Q-L Investments, Inc.*, 959 F.2d 521, 529(5<sup>th</sup> Cir. 1992)[Ute 推定は開示されない事実についての信頼要件に関する概念上の困惑を解決するための現実的な方法である]; *Newton v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 259 F.3d 154, 176(3d Cir. 2001)[本事件は投資家が証券会社の最良執行義務違反について提起した 10b-5 集団訴訟である。被告である証券会社は原告投資家の代理人として、NBBO という Nasdaq 市場における最良気配よりも有利な価格の根拠となるものが存在しているにもかかわらず、その旨を原告に告げなかった行為は詐欺的な策略を用いた行為であるとして、責任追及を行うことにした。被告は一部の原告がこの事実を把握しているから、裁判所は原告により主張される信頼要件に関する仮定を認めるべきではないと主張する。しかし、裁判所は一部の投資家が当該最良気配に関する事実を知っているとしても、クラス共通の信頼要件に関する推定は成立しないとは言えない。その原因はきわめて多数の原告に不開示に関する事実を知らなかったことを立証させるのは現実的ではないからである]。

<sup>429</sup> See *Basic*, supra 251, at 245.

<sup>430</sup> *Brodsky & Adamski*, supra 258, at 905.

<sup>431</sup> *Vervaecke v. Chiles, Heider & Co., Inc.*, 578 F.2d 713(8<sup>th</sup> Cir. 1978)[原告が目論見書には重要事項に関する不実開示と不開示が存在することを理由に、10条(b)項及び規則 10b-5 に基づき、債券の発行会社、ブローカー、監査法人などに対して責任追及の訴えを提起した。原告は同日論見書には不実開示と不

導的であるかによって、Ute 推定を適用するかどうかを決めるべきであると判断する判例<sup>432</sup>もある。

通常、裁判所は、i 推定を立てることにより、公共政策の理由から一方の便宜を図ることができる、ii 直接的な証拠が難しい場合に、推定を立てることは両方の間に存在する立証責任の不均衡を調整することができる、iii ある事実を証明する証拠が他の事実の存在を強く推論させるのであれば、裁判所が推論される事実の存在を推定し、反証される前にそれを適用することにより、裁判の時間を節約することができる、という三つの理由をもって具体的な事件について判断をする際に推定を立てている<sup>433</sup>。前記の通り、重要事実の不開示に関する *Affiliated Ute* 推定は規則 10b-5 訴訟において適用する一つの重要な推定である<sup>434</sup>。

## 二 Fraud-on-the-Market 理論

アメリカでは不実開示に関する民事規制の実効性を上げるために、1966 年に証券訴訟にクラスアクション制度を導入することとされた。その後、33 年法 11 条に基づく不実開示訴訟と 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づく不実開示訴訟が盛んに引き起こされることになった。しかし、投資家が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいてクラスアクションを提起する場合、事実審

---

開示両方が存在することを理由に、*Affiliated Ute* 推定の適用を主張したが、裁判所は当該目論見書において一番重要な開示問題が重要事項に関する不開示であるとは認められないから、原告が債券を購入する際に当該目論見書を読んでいなかったことを理由に、原告が当該目論見書を信頼したとは言えないと判断し、原告請求を認めなかった]。

<sup>432</sup> *Binder v. Gillespie*, 184 F.3d 1059, 1064(9<sup>th</sup> Cir. 1999)[原告により主張される最も重要な不実開示問題は重要事項に関する不開示である事件以外に、不実開示の主張と不開示の主張が両方含まれる事件において Ute 推定を適用することができない]; See *Joseph*, supra 153, at 1163[行為者は詐欺的な計画を実施するためには、事実と計画をある程度隠さなければならない。このような隠蔽工作が存在することで、被告による行為は積極的な詐欺的行為から不開示行為に変質することはない]; *Desai v. Deutsche Bank Securities Ltd.*, 573 F.3d 931, 940(9<sup>th</sup> Cir. 2009)[本事件は被告により行なわれる相場操縦行為が問題とされた事件である。原告は被告が相場操縦をした事実を開示しなかったことについて、不開示に関する *Affiliated Ute* 推定の適用を主張していた。それに対して、第 9 巡回区控訴裁判所は、相場操縦は一般的な不開示の問題と違うので、Ute 推定を適用すべきではないと判断した]。

<sup>433</sup> *Michael J. Kaufman & John M. Wunderlich, Fraud Created the Market*, 63 Ala. L. Rev. 275, 280-81(2012); See *Basic*, supra 251, at 245; *Malack v. BDO Seidman, LLP*, 617 F.3d 743,749(3d Cir. 2010).

<sup>434</sup> See *Stoneridge*, supra 87, at 159.

理に入る前に、原告はまずクラスとしての承認を裁判所から得なければならない。もし裁判所が投資家である原告らがクラスアクションを提起するために形成されたクラスを承認しないと、投資家が個人的に証券民事訴訟を提起しなければならないが、個人原告が不実開示訴訟から得られる賠償金は訴訟が発生する莫大なコストを補填することもできないのが一般的である<sup>435</sup>。一方、一旦クラスが裁判官に承認されると、次は陪審員団により事実審理の段階に入ることになる。「重大性」と「サイエスタ」など 10b-5 の法的要件に関する判断は高度の専門性を要するから、被告は公判の段階に敗訴の結果により莫大な賠償金を負担することを回避するために、和解を好むことになる<sup>436</sup>。従って、原告がクラス承認の段階をクリアできるかどうかは訴訟当事者双方にとってきわめて重要なことである。調査結果によると、1997年から2002年の間に、アメリカでは3200件以上の集団証券訴訟が起こされ、730億以上の和解金が発生した。2002年から2004年の間の数字で言うと、和解で終結された案件は全体の約47%を占めている<sup>437</sup>。

連邦民事訴訟規則（Federal Rules of Civil Procedure）23条によると、原告は①クラス構成員が十分多数であるから、当事者併合が実際上困難であること（多数性）、②共通の争点が存在すること（共通性）、③代表当事者の請求または抗弁がクラスメンバーの典型であること（典型性）、④代表当事者がクラスメンバー全員の利益を公正かつ適切に守ること（代表性）<sup>438</sup>という四つの要件を証明しなくてはならない。さらに、10b-5訴訟のように、何万人もの投資家がクラスの構成員として高額な損害賠償請求を行なう事件において、クラス共通の争点が個人固有の争点より支配性があり、かつ公平性と効率性の観点から他の紛争解決手段より優越性があることも承認の要件として求められている<sup>439</sup>。そして、10条(b)項及び規則10b-5の下で、投資家である原告は不実開示を信頼して証券取引を行なったことにより損害を受けたということを証明しなければ救済することはできない。原則的に、投資家である原告達は一人一人の信頼要件を立証しなければならないが、もし原告が重要な事項に関する誤導的な省略又は不実開示を行なわなければ、原告がどう行

---

<sup>435</sup> Cox, supra 417, at 1721.

<sup>436</sup> Donald C. Langevoort, Judgment Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton, Georgetown Law Faculty Publications and Other Works, Paper 1364, 4 (2014) <http://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/1364>; Cox, supra 417, at 1721.

<sup>437</sup> Grundfest, supra 153, at 308-309.

<sup>438</sup> 上原敏夫『団体訴訟、クラスアクションの研究』136頁（商事法務、2001）。

<sup>439</sup> 太田洋＝宇野伸太郎「米国クラスアクションにおける承認手続—近時の連邦最高裁判決への影響—」商事法務2013号19頁（2013）。

動したのかを立証しなければならないことになり、それは公開市場で取引をした原告に必要以上の非現実的な立証負担を課すことになる<sup>440</sup>。

これに対して、連邦最高裁判所は **Basic** 事件において、反証を許す市場に対する詐欺理論 (**Fraud-on-the-Market**) を採用し、公開的かつ発達的な市場において、株式の価格は発行会社や発行会社に関わるビジネスに関する利用可能な重大情報により決められるから、株式を購入する投資家が不実開示を直接に見て信頼しなくても、投資家が当該市場価格を信頼して取引を行なって損害を被るなら、**10 条(b)項**及び規則 **10b-5** を用いて責任追及のクラスアクションを提起する場合は、信頼要件は満たされると推定するものとした<sup>441</sup>。

**Basic** 判決により信頼要件に関する **FOTM** 理論の適用が確立された後、**10b-5** 訴訟の件数が急増することになり、議会は **1995** 年に、サイエンタの認定基準を引き上げることや、**10b-5** の規制に服する情報発表範囲を縮小することなどを含む私法証券訴訟改革法 (**Private Securities Litigation Reform Act**, 略称 **PSLRA**) を制定することにより、**10b-5** 訴訟の入口を狭めた<sup>442</sup>。

## 1 市場の効率性

**FOTM** 理論が成立する前提として、不実開示に関わる証券が取引されている市場は効率的でなければならない (**Efficient Capital Markets Hypothesis**)。しかし、効率的な市場理論が正しいか否か、**Basic** 判決が明確にした効率的市場仮説の下で、効率的であるかどうかということを基準に市場を二分化することができるか、効率的な市場の判断基準とは何か、などの問題は長い間アメリカの研究者を悩ませた課題である<sup>443</sup>。効率的な市場理論の土台を作り上げた **Eugene Fama** は実証研究により得られたデータを分析し、情報集合

(**information set**) と株価の関係を基準に、効率的な市場を「弱い効率性を有する市場」、「やや強い効率性を有する市場」、「強い効率性を有する市場」という三つの種類に分け、「弱い効率性を有する市場」とは、発行会社に関する情報について、投資家が過去の株価動向しか分からない市場であり、「やや強い効率性を有する市場」とは、発行会社により公表された情報や発行会社の年次報告書などを含むすべての公開情報は株価に反映されている市場であり、「強い効率性を有する市場」とは、公開情報だけではなく、公開

---

<sup>440</sup> See **Basic**, supra 251, at 245.

<sup>441</sup> *Id.*, at 241-49; See **Amgen**, supra 251, at 1192(**Basic** 判決を引用する部分); **Donald C. Langevoort**, *The Continuing Evolution of Securities Class Actions Symposium: Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 *Wis. L. Rev.* 151, 158-59 (2009).

<sup>442</sup> **Langevoort**, supra 441, at 153.

<sup>443</sup> **Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman**, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Va. L. Rev.* 549 (1984); **Cox**, supra 417.

されていない内部情報も含めて、発行会社に関するすべての情報が株価動向に織り込まれている市場である<sup>444</sup>。効率性の高い市場ほど、会社の関係者などインサイダー情報を有する者はインサイダー取引をすることは難しくなる<sup>445</sup>。もし投資家がある市場に織り込まれている情報集合に基づいて取引する場合に異常な高利益を得ることはできないなら、当該市場は効率的な市場と考えることができる<sup>446</sup>。従って、市場が効率的であるかどうかという問題の一般的な判断基準は、投資家は当該市場において証券取引をする際に投機的な鞆取引ができるかどうかということになる<sup>447</sup>。一方、株式市場は気まぐれな性質（anomaly）を有して理論的には説明できない変則的な事実が存在するから<sup>448</sup>、市場平均以上の収益を得ることが十分にあり得ることで、例えば、株価収益率（株価／一株当たり当期純利益）を用いて分析すれば、アノマリーを克服することができる<sup>449</sup>など効率的な市場仮説に対する様々な批判的な研究成果が展開されている<sup>450</sup>。しかし、効率的な市場仮説を支持する者でも、株価が不実な情報開示から影響を受けない場合があると認めなければならず、効率的市場仮説に反対する者でも、株価が不実な情報開示から影響を受けている場合があると認めなければならない<sup>451</sup>。連邦最高裁判所に認められた **Fraud-on-the-Market** 理論は、上記効率的な市場仮説を基礎とした信頼要件に関する推定であり、証券市場を「やや強い効率性を有する市場」として想定した仮説である<sup>452</sup>。

Basic 判決以降、裁判所は反証を許す FOTM 理論に関する判例を集積してきた。市場の効率性を支持する代表的な研究者である Fama は、株価に織り込まれる情報を基準に市場を三つの種類に分けているが、Basic 以降の下級裁判

---

<sup>444</sup> Eugene Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Fin. 383, 383, 388(1970); Michael Jensen, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, 6 J. Fin. 95, 95-101(1978).

<sup>445</sup> Gilson & Kraakman, *supra* 443, at 572; Lucian A. Bebchuk & Allen Ferrell, *Rethinking Basic*, 69 Bus. L. 671, 678 (2014); Robert Jarrow & Martin Larsson, *The Meaning of Market Efficiency*, 22 Mat. Fin. 1, 19 (2012).

<sup>446</sup> Jarrow & Larsson, *supra* 445, at 1-30.

<sup>447</sup> Bebchuk & Ferrell, *supra* 445, at 678-679.

<sup>448</sup> Robert Shiller, *Do Stock Prices move too much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?*, 71 *Ame. Eco. Rev.* 421, 421-36(1981); 池谷誠「Halliburton 事件最高裁判決の検討—効率的市場仮説の有効性と検証方法」商事法務 2042 号 45 頁（2014）。

<sup>449</sup> John Campbell & Robert Shiller, *Stock prices, Earnings, and Expected Dividends*, 43 J. Fin. 661, 661-76(1988); John Cochrane, *Volatility Tests and Efficient Markets: A Review Essay*, 27 J. Mon. Eco, 463, 471(1991).

<sup>450</sup> 池谷・前掲（注 448）46 頁。

<sup>451</sup> Bebchuk & Ferrell, *supra* 445, at 674.

<sup>452</sup> Kaufman & Wunderlich, *supra* 433, at 298.



所は証券市場を効率的な市場と効率でない市場に二分化しようとする傾向があると批判する学説もある<sup>453</sup>。経済学者の実証研究から得られる結果から、効率的な市場においても、情報アクセスコストなど外部原因が存在することで、市場の効率性が影響を受け、情報の種類により、株価に反映されるまで時間がかかる場合があるから<sup>454</sup>、効率的な市場と効率でない市場との間に明確な境界線は存在しない<sup>455</sup>と考えられている。Basic 判決以降において、下級裁判所判例が効率的な市場の基準についての判断は多様であり、それを批判する学説もある<sup>456</sup>。

## 2 効率的な市場についてアメリカ裁判所が取るアプローチ

連邦最高裁判所は Basic 事件において、原告が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいてクラスアクションを提起する際に、信頼要件の立証に関して反証を許す FOTM 理論の適用を認めた後、裁判所は市場の効率性をどのように判定するかについて、様々な試みをした。Basic においては、原告は FOTM 理論の適用を主張する際に、ある程度の市場効率性を証明しなければならないと連邦最高裁判所が明言したが、どのように立証すればいいか、或はどこまでの効率性を証明すれば足りるかに関しては言及していない<sup>457</sup>。各巡回区裁判所がこの問題について下した判断のうちで、二つ代表的な判例を紹介する。

### (1) Cammer 判決<sup>458</sup>

Basic 判決が下された後、効率的な市場の判断基準を巡って、下級裁判所判例は混乱状態になり、効率的な市場の特質を計量化することも試みられた。その中で最も著名なのは、ニュージャージー地区裁判所が 1989 年に提示した五つの指標である<sup>459</sup>。

Coated Sales という会社は 1984 年に 33 年証券法に基づいてフォーム S-1 により普通株式を登録発行したが、証券取引所に上場発行するのではなく、店頭市場において発行する形を取っていた。1988 年 5 月、過去 2 年間の財務

---

<sup>453</sup> Cox, supra 417, at 1727-1731.

<sup>454</sup> Id, at 1731-32; Gilson & Kraakman, supra 443, at 597-98.

<sup>455</sup> Cox, supra 417, at 1728-29; George Soros, My Market Theory: Forget Theories, Wall. St. J., Jan. 8, 2001.

<sup>456</sup> Brad Cornell & James Rutten, Market Efficiency, Crashes and Securities Litigation, 81 Tul. L. Rev. 443 (2006); Cox, supra 417.

<sup>457</sup> See Basic, 14, at 246 n.24, 247 n.26; Cornell & Rutten, supra 456, at 446-449; Langevoort, supra 441, at 166.

<sup>458</sup> Cammer v. Bloom, 711 F. Supp. 1264(D.N.J. 1989).

<sup>459</sup> Langevoort, supra 441, at 167.

報告に重大な不実の内容が含まれることが分かったことにより、Coated Sales社は破産状態に陥った。同年5月31日に、Coated Sales社が新たに依頼した監査法人の調査報告を踏まえて、当該不実な財務報告を認めるプレス・リリースを公表した。その後、Coated Sales社株式は暴落したが、当該プレス・リリースが原因かどうかは分からない。そこで、Coated Sales社株主である投資家が本件クラスアクションを提起し、Coated Sales社、その上級役員、弁護士、監査法人に対して責任追及の訴えを提起した<sup>460</sup>。

原告が本件クラスアクションを提起する際に、信頼要件に関するFOTM理論の適用を主張する前提として、Coated Sales社株式が取引されているOTC市場は公開的かつ発達的な市場に当たるかどうか、あるいは効率的な市場であるかどうかについて、本件裁判所が興味深い判断を下した。ニュージャージー地区裁判所は、原告は本件OTC市場が効率的であるという主張について、「第一に、原告はクラスアクションの対象期間において発行会社株式の平均週間取引株式数はある量を超えていることを主張しなければならない。大量の週間取引株式数に裏付けられる活発な取引市場の存在が当該市場が効率的な市場であることを示唆する理由は、このような市場の存在はかなり多数の投資家が当該会社に関心を持っていることを意味するからである。次に、このような関心は、多くの投資家が当該発行会社に関する新たに流布される情報またはすでに流布している情報に基づいて取引をする可能性があることを意味している」<sup>461</sup>、「第二に、クラスアクションの対象期間において、相当数の証券アナリストが当該発行会社株式に注目して分析することは、市場の効率性を証明する有力な主張である」<sup>462</sup>、第三に、原告が市場の効率性を証明する際に、「多数のマーケットメーカーが当該株式を取り扱うことを主張してもいいかもしれない」<sup>463</sup>、「第四に、すでに論じていたように、発行会社がS-3登録申立の形で株式公開発行をする資格があることや、もし適格でない場合、当該資格を取得できない原因が時間的な要素だけであり、フォームS-3が求める最低株式要件を満たせないというのではないことを原告が主張したら、市場の効率性についての立証に役立つかもしれない」<sup>464</sup>、「最後に、原告が効率的な市場を証明するために、発行会社の予期せぬ出来事又は財務公表とそれに続く迅速的な株価反応との間の因果関係を示すことができるという経験的事実(empirical fact)を主張することは有益である」<sup>465</sup>という五つの要素を提示した。

---

<sup>460</sup> See Cammer, *supra* 458, at 1264-1275.

<sup>461</sup> *Id.*, at 1286.

<sup>462</sup> *Id.*

<sup>463</sup> *Id.*, at 1286-1287.

<sup>464</sup> *Id.*

<sup>465</sup> *Id.*

Cammer 判決が下された後も、当該市場効率性を判断する五つの基準に関する論争は絶えなかったが、各裁判所は効率的な市場であるかどうかということ判断の際にこの五つの基準をよく引用した。さらに、この基準を基礎にして、i 市場の規模、ii スプレッドの大きさ<sup>466</sup>、iii 公衆により保有する株式の割合という三つの要素を加えた判例<sup>467</sup>もある。

裁判官と研究者は、効率的な市場を判別できる客観的な基準を確立するために様々なアプローチを主張し、学説上も実務上も混乱状態になっている<sup>468</sup>。例えば、Cammer 要素の中の第四に言う SEC により採用されている証券発行登録制度の基準により判別されたより規模の大きい会社が発行した証券が流通する市場は効率的であるという考え方と同じ見解を持つ判例や学説もあり<sup>469</sup>、実証研究を用いて Cammer 判決の第一の要素と第二の要素こそが、効率的な市場と効率性を有しない市場を区別する最も有効な指標であると主張する有力説もある<sup>470</sup>。

## (2) PolyMedica 事件<sup>471</sup>

クラス承認の段階において、原告が効率的な市場仮説を援用するために市場の効率性をどう検証すればよいかについて、最も詳しい判断を提示した巡回区控訴裁判所の判例は、PolyMedica 事件である<sup>472</sup>。第 1 巡回区控訴裁判所が本件判断において、市場の効率性と Fraud-on-the-Market 理論の関係、投資家が信頼要件を証明する際に FOTM 理論を援用する根拠、効率的な市場とはどのような市場なのか、市場効率性の定義などについて、アメリカの各巡回裁判所判例や学説の考え方を詳細に整理した上、実務または学説議論に大き

---

<sup>466</sup> 市場にいる売手と買手により提示した気配の差額。

<sup>467</sup> *Bebchun & Ferrell*, supra 445, at 690. *Krogman v. Sterritt*, 202 F.R.D. 467 (N.D. Tex. 2001).

<sup>468</sup> Brad M. Barber, Paul A. Griffin & Baruch Lev, *The Fraud-on-the-Market Theory and the Indicators of Common Stocks' Efficiency*, 19 *Iowa J. Corp. L.* 285, 288-289 (1994); Geoffrey Christopher Rapp, *Proving Markets Inefficient: The Variability of Federal Court Decisions on Market Efficiency in Cammer v. Bloom and Its Progeny*, 10 *U. Miami Bus. L. Rev.* 303(2002); Paul A. Ferrillo, *the "Less Than" Efficient Capital Markets Hypothesis: Requiring More Proof from Plaintiffs in Fraud-on-the-Markets Cases*, 78 *St. John's L. Rev.* 81, 83(2004).

<sup>469</sup> Barbara Black, *Fraud on the Market: a Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions*, 62 *N. C. L. Rev.* 435, 468-72(1984); Barber, Griffin & Lew, supra 468, at 289.

<sup>470</sup> Barber, Griffin & Lev, supra 468; Victor L. Bernard, *Challenges to the Efficient Market Hypothesis: Limits to the Applicability of the Fraud-on-the-Market Theory*, 73 *Neb. L. Rev.* 781(1994).

<sup>471</sup> *In re PolyMedica Corp. Securities Litigation*, 432 F.3d 1(1<sup>st</sup> Cir. 2005).

<sup>472</sup> *Langevoort*, supra 441, at 168.

な波紋を引き起こした重要な判例であり、Basic 事件後において、FOTM 理論に関する理論の変遷を理解するための重要な素材であると思われる。

PolyMedica 社は Liberty という糖尿病検査必需品を販売する会社の親会社であり、ナスダック市場に上場した公開会社である。原告の主張によると、PolyMedica 社がクラスアクション対象期間において公表した収益の 80%は Liberty の糖尿病必需品ビジネスから由来し、当事業の急成長により PolyMedica 社の株価は大幅に上昇していた。しかし、PolyMedica 社が会社の売上、収益、会計状況について不実開示を行なうことや、虚偽のプレス・リリースを公表することで、株価を人為的につり上げることにした。そして、当該不実開示の事実が明らかにされたことにより、株価が再び暴落したと原告が主張し、10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて、不実開示期間において株式を取得した投資家を代表してクラスアクションを提起しようとする裁判所にクラスの承認を求めている<sup>473</sup>。

クラスアクションとして認められるための信頼要件に関して、訴訟双方の当事者は Cammer 判決により提示された五つの要素を巡って、それぞれ市場の効率性と非効率性について証明しようとした。本件裁判所は連邦最高裁判所が Basic 事件において提示した効率的な市場についての解釈<sup>474</sup>を踏まえ、「信頼要件に関する Fraud-on-the-market 理論と、それと市場の効率性との関係については以下のような三段論法に帰結させることができる。すなわち、(a)投資家が市場価格の公正性 (integrity) に信頼して株式の売買を行なっている、(b)重大な不実開示を含む公開情報は市場価格に反映されている、(c)投資家が重大な不実開示を信頼して株式の売買を行なっている。市場が効率性を欠く場合と、市場が当該不実開示を必然的に反映していない場合に、当該三段論法が当然に崩れることになる」<sup>475</sup>というように FOTM 理論を立てる前に、市場の効率性を検証する必要性があると判示した。

続いて、裁判所は効率的な市場の仕組みについて詳しく整理した。効率的な市場において、一般投資家が発行会社に関する新しい情報に基づいて市場平均以上の利益を得ることはできない。その理由は、市場は効率的であれば、「投資家に市場競争上の優位性を与える情報と、投資家にマーケット以上の利益を儲けさせる情報はすでに株式の市場価格に反映されているからである」

---

<sup>473</sup> See PolyMedica, supra 471, at 2-3.

<sup>474</sup> See Basic, supra 251, at 241, Fraud on the Market 理論は、公開的かつ先進的な証券市場において、会社の株価は会社及びそのビジネスに関する利用可能な重大な情報により決められるという前提に基づく信頼要件に関する仮定である。

<sup>475</sup> See PolyMedica, supra 471, at 8.

476。そして、「情報を市場に浸透させて株価に反映させるための一つの方法は、鞆取り屋が発行会社、市場アナリスト、及び財務と取引に関する報道を含む様々な情報源から情報を取得して分析することである」<sup>477</sup>。鞆取り屋は常に最新の情報を欲して空売りなどにより利益を儲けたいから、株価もそれにより迅速的に最新の公開情報を反映する価格に移動することになり、そこから利益を得ることはできなくなる<sup>478</sup>。従って、「効率的な市場において、公開情報は既に鞆取り屋によって市場に織り込まれているから、一般投資家が当該公開情報を把握してから取引をすることによって儲けることはもうできなくなる」<sup>479</sup>。

当時多くの裁判所や研究者から広く支持を得ていた有力説によれば、効率的な市場においては市場価格がすべての公開情報を反映すべきである。そして、被告は当該有力説に依拠し、効率的な市場は公開かつ発達した市場であり、このような市場において、株価はすべての公開情報に迅速に反応するはずであると主張した<sup>480</sup>。それに対して、原審のマサチューセッツ地区裁判所はこの有力説を採用せず、Basic 判決において連邦最高裁判所が使っていた表現を引用し、「信頼要件に関する Fraud-on-the-Market 理論の前提となる効率的な市場において、市場専門家達が発行会社に関する大抵の重大な公開情報を考慮することで市場株価に影響を与える。株価がすべての重大な公開情報を素早く反映しなければならないわけではない」<sup>481</sup>というアプローチを取った。原告は原審と同じような考え方を主張したが、被告は原審の定義に反対した。具体的には、原審のような定義の下で、ある情報が重大であると考えられるとしても、市場価格に影響を及ぼさない可能性があるから、こういう考え方は論理的な一貫性を欠いていると被告が主張している<sup>482</sup>。

第1巡回区控訴裁判所はこれらの学説や考え方を踏まえた上で、市場効率性を再定義した。本件裁判所は基本的に「Fraud-on-the-Market 理論を適用する際に、効率的な市場は、株式の市場価格がすべての公開情報を完全に反映している」市場であるという有力説を支持するが、従来の考え方をさらに二分化し、「完全に反映する」という表現には二つの意味があり、いずれも市場の効率性に関する独特な概念を指している」<sup>483</sup>。第一は、市場の情報についての消化能力に着目し、「株価が新しい情報に素早く反応することで、

---

<sup>476</sup> Id.

<sup>477</sup> Id, at 9.

<sup>478</sup> Id.

<sup>479</sup> Id.

<sup>480</sup> Id, at 10.

<sup>481</sup> Id.

<sup>482</sup> Id, at 13.

<sup>483</sup> Id, at 14.

トレーダーは当該情報に基づいて行なう取引から利益を得ることは不可能な場合に、株式市場価格がすべての公開情報を完全に反映している。これは「情報に関する効率性」として知られ、株価が情報に反応するスピードについての予測或は含意として理解されている」<sup>484</sup>。第二は、株価の基本価値機能に着目し、「市場株価が迅速だけではなく、あらゆる取得可能な情報に基づいて、予想できるリスクとリターンの観点から、証券の実際の経済価値について最も正確な見積りを反映しているように、正確的に情報に反応する場合、市場株価はすべての公開情報を完全に反映していると言える。これは「基本価値効率性」として知られている」<sup>485</sup>。しかし、この二つの概念は実に抽象的であり、判断基準もはっきりしていない。裁判所はこの二つの解釈に照らして、効率的な市場を解釈した。「この二つの概念は明確的ではないとは言え、一つ確かなことが言える。それはある市場は情報効率性を有すると同時に、基本価値効率性を欠いていることがあり得ることである。しかし一方、基本価値効率性は情報効率性より包括的かもしれなく、迅速性と正確性両方を含めることが考えられる。「効率性」というのはイエスかノーかの問題ではない。Fraud-on-the-Market 理論の成立を証明するため、効率的な市場において株価がすべての公開情報を完全に反映しなければならないということが求められるのは、われわれは株価が株式の基本価値を必ず正確に反映しなければならないということを暗示するわけではない」<sup>486</sup>。逆に、「信頼要件に関する Fraud-on-the-Market 理論を成立させるために、投資家は市場が情報効率的であることだけは証明しなければならない」、「Fraud-on-the-Market 理論の肝心な問題は、ある市場が投資家の信頼性を正当化させるように情報を処理しているかどうかということであり、投資家が支払った或は受け取った株価が基本価値の観点から正確であるかどうかということではない」<sup>487</sup>。

最後に、第1巡回区控訴裁判所は上記分析の上に、クラス承認の段階において裁判所が市場効率性について取るべきアプローチを表明した。「クラス承認の段階において、裁判所に信頼要件に関する Fraud-on-the-Market 理論の適用を認めてもらうために、効率性を証明する証拠はどれくらい必要なのかというのは程度問題である」<sup>488</sup>。「信頼要件に関する Fraud-on-the-Market 理論を適用させるために、われわれは、効率的な市場はそこにおける市場株価がすべての公開情報を完全に反映する市場である、という主流的な市場効率性に関する定義を採用する。「完全に反映する」ということにより、われ

---

<sup>484</sup> Id.

<sup>485</sup> Id, at 15.

<sup>486</sup> Id, at 15-16.

<sup>487</sup> Id.

<sup>488</sup> Id, at 17.

われは、市場価格が新しい情報に素早く反映することで、一般投資家はこのような情報に基づいて取引利益を得ることができないことを意味する。これは「情報効率性」として知られている。われわれは「基本価値効率性」という「完全に反映する」についてもっと広範的かつ二次的な理解を拒む。当該理解のもとで、市場が情報について迅速的だけではなく、かつ正確的に反応するから、市場株価が株式の基本価値を反映することになる。しかし、株式の基本価値を証明する証拠は情報効率性に関係する可能性があり、裁判所はクラス承認の段階において、このような基本価値を証明する証拠を考慮するなら、クラス承認手続が小型裁判に変わる虞があるが、それは絶対に許されないことである」<sup>489</sup>。

本件判決は市場効率性の意義及び具体的な判断基準に関して控訴裁判所レベルの最も詳しい判例であると同時に、最も代表的な判例である。本件裁判所は効率的な市場において株価がすべての公開情報を反映しなければならないという前提を明言した一方、株価が公開情報に迅速に反応すれば正確でなくても当該市場が効率的であることを肯定した。しかし、情報には様々な種類があり、市場がそれについて反応できる時間も違っている<sup>490</sup>。迅速というのは曖昧な表現であり、どれほどのスピードなら迅速と言えるかは実に不明である。それにこだわりすぎるなら、逆に真の市場効率性を誤って否定する危険があるという本件判断に対する有力な反対説もある<sup>491</sup>。

### (3) 小括

Basic 判決によると、投資家である原告が信頼要件に関する FOTM 理論の適用を主張する際に、ある程度の市場効率性を示さなければならない<sup>492</sup>。しかし、Basic 判決はその適用の前提である効率的な市場の意味及び判断基準について具体的な判断基準を提示しないまま、反証を許す FOTM 理論を採用したのが原因で、実務上または学説上は混乱状態に陥り、裁判所が効率的な市場の特質を具体化するため、Cammer 判決のように判断指標を提出したり、PolyMedica 判決のように市場の効率性を細分化して、クラス承認の段階において裁判所が果たすべき役割を明確化にしたりするなど様々な試みをした。

しかし、FOTM 理論の前提となる効率的な市場理論についての論争は時代とともに進化していき、効率的な市場の概念や特徴が曖昧的だけではなく、

---

<sup>489</sup> Id, at 19.

<sup>490</sup> Craig MacKinlay, *Event Studies in Economics and Finance*, 35 J. Econ. Lit. 13, 25(1997).

<sup>491</sup> Langevoort, *supra* 441, at 168-73; Cox, *supra* 417, at 1725 -1734.

<sup>492</sup> See Basic, *supra* 251, at 246 n.24, 247 n.26.

効率的な市場理論自体が成立するかどうかさえ問題となった<sup>493</sup>。Cammer 判決が提示した五つの判断基準は効率的な市場の特質をより詳細かつ全面的に描き出している点は評価されるべきかもしれないが、完璧に効率的な市場は存在しないのと同様に、これらの要素を基準に市場を効率的な市場と効率的でない市場に明確的に二分化するべきではないと研究者達から強い反論がされるようになった<sup>494</sup>。

一方、PolyMedica 判決により取られたアプローチでは、効率的な市場において、株価が発行会社及びそのビジネスに関連するすべての情報を完全に反映すべきであり、当該株価が発行会社株式の基礎価値を最も正確に反映する必要はないが、公開された情報に迅速に反応しなければならない<sup>495</sup>。裁判所が FOTM 理論の適用前提となる効率的な市場について判断を加える際に、株価が株式の公正な価値をどれだけ反映しているかはともかく、発表された情報に対する反応スピードが最重要な考察基準となるべきであると指摘した。しかし、情報の内容や性質の種類により市場がそれに対する反応能力も違ってくる。この点を説明できる最も良い判例は、不実開示事実の重大性に関する判断が重要な意味を有する Merck 事件<sup>496</sup>である<sup>497</sup>。

「重大性要件」の部分で紹介した通り、当該事件において、発行会社がその重要子会社である Medco 社の収入に関して重大な不実開示を行い、その後は当該不実開示についての修正を分かりにくい表現によりフォーム S-1 の法定書類に織り込み、当該不実開示が実際に引き起こされるインパクトについては具体的に言及せず、それに関する詳しい計算方式も公表されなかった。当該フォーム S-1 により事実の公表が行なわれた後においても、市場株価は何の影響も受けていなかった。約 2 ヶ月後、ウォール・ストリート・ジャーナルの記者が当該不実開示及びその修正発表を詳しく分析して説明した結果、株価が暴落し始めた<sup>498</sup>。これに対し、第 3 巡回区控訴裁判所は Merck 社が不実開示の修正発表を行なった直後に、株式市場がそれに反応しなかったことを理由に、当該株式が流通する市場は効率的であるとは言えず、当該不実開示に関わる事実が重大ではなかったという結論を下した<sup>499</sup>。

---

<sup>493</sup> 2013 年ノーベル賞は効率的な市場仮説に関する論争において最も代表的な学者である Eugene Fama, Robert Shiller を表彰した。

<sup>494</sup> Cornell & Rutten, *supra* 456; Langevoort, *supra* 441, at 167-68.

<sup>495</sup> See PolyMedica, *supra* 471, at 13,14.

<sup>496</sup> See Merck, *supra* 327.

<sup>497</sup> Langevoort, *supra* 441, at 173.

<sup>498</sup> See Merck, *supra* 327, at 263-70.

<sup>499</sup> *Id.*, at 270-76.



アメリカでは、大型株 (large-cap stock) を発行する会社が被告となる 10b-5 訴訟において、当該大型株が流通する市場の効率性が問われることはあまりなく、当該市場が効率的であるということは前提として黙示されている<sup>500</sup>。Merck 社がアメリカ国内有数の大手企業であり、その株式も全国範囲に発行されている。本件判決により取られた効率的な市場に関する判断基準によれば、高度の流通性を有しており、かつ多くの証券アナリストから注目を集めている Merck 株式が形成する市場は非効率的な市場になる。それに対して、違う種類の情報に対して、証券市場が過度に反応したり、或は遅く反応したりすることは考えられるから<sup>501</sup>、効率的な市場においても、如何なる情報の公表に対して即時に反応できるのか、完璧で効率的な市場が本当に存在するのか、市場効率性は本当に証券市場の一般的な性質であるかなどの疑問が次々と生じてくる<sup>502</sup>。

### 3 信頼要件に関する FOTM 理論に対する被告による反証

前述したように、Basic 判決により、10 条(b)項及び規則 10b-5 の信頼要件に関して、投資家である原告が当該不実開示に関わる証券が効率的な市場において取引されていることを立証すれば、Fraud-on-the-Market 理論を適用することができる。しかし、連邦最高裁判所が Basic 事件において認めていた FOTM 理論は絶対的なものではなく、被告がそれに対して反証して覆すことができる。さらに、Basic 判決は以下のようにその具体例を挙げていた。

「原告による主張された不実開示と原告が支払った（或は受け取った）価格、又は公平な市場価格により取引を行なう決定との間の因果関係を切断できる証拠が提示されれば、信頼要件に関する推定に対して、適切な反証が行なわれたと考えることはできる。例えば、もし申立人はマーケットメーカーが Combustion との合併討論の事実を知っていたから、市場価格が彼らにより行なわれた不実開示から影響を受けることはないだろうということを立証できれば、因果関係が切断されることになり、詐欺が市場価格を通じて投資家に影響するという裁判所による認定の根拠がなくなることになる。同様に、仮に申立人が確かに詐欺的な意図を持って市場価格を操ろうとしても、もし合併討議に関する情報が既に市場に入り、かつ不実開示による影響を解消させた場合には、修正公表が行なわれた後に Basic 株式を取引した者は詐欺との

---

<sup>500</sup> Langevoort, supra 441, at 173.

<sup>501</sup> Navin Chopra, Josef Lakonishok & Jay R. Ritter, Measuring Abnormal Performance: Do Stocks Overreact?, 31 J. Fin. Econ. 235(1992); Paul C. Tetlock, All the News That's Fit to Reprint: Do Investors React to Stale Information?, 24 Rev. Fin. Stud. 1481(2011).

<sup>502</sup> Langevoort, supra 441, at 174.

間に直接的または間接的な繋がりが存在しないことになる。申立人は原告が市場の公正性に頼らずにその所有する Basic 株式を既に手放したと証明することも、信頼要件に関する推定に対する適切な反証として認められる。例えば、原告は Basic により行なわれた情報公表がきっと虚偽であり、かつ Basic が実際に合併討議に参加したと信じていたから、Basic 株価が人為的により安値を付けられていると信じていたにもかかわらず、潜在的な独占禁止法上の問題、或は政治的なプレッシャーにより特定の事業の株式を手放す場合など、不実開示と関連しない他の考慮から株式を売却した場合、原告は知っている上に、既に操作された株価の公正な価値を信頼したとは言えない。」<sup>503</sup>

上記 Basic 判決は、FTOM 理論に対する二つの反証方法を例示した。一つ目は市場全体の角度から、もし原告投資家が不実開示に影響されて取引を行なう前に、正確な情報がすでに市場に浸透していたら、投資家が不実開示に騙されることはなく、株価が不実の情報に影響されることもないから、原告が FOTM 理論に基づいて信頼要件を主張することはできない。二つ目は原告投資家個人の角度から、もし原告自身が不実開示を知っているにもかかわらず、他の理由により株式取引をしたら、原告が市場価格の公正性を信頼して損害を受けたとは言えないから、FOTM 理論の援用も当然に主張できなくなる。一つ目の反証は「Truth on the Market」と呼び、FOTM 理論に対して最も良く知られている反証であり<sup>504</sup>、当該主張が成功したら、発行会社が詐欺の意図を用いて不実な情報開示を行なったと裁判所に認められても、原告が FOTM 理論に基づいて民事的な損害賠償責任を追及することはできなくなるから、集団訴訟の成立が難しくなる<sup>505</sup>。

ある投資家が原告クラスの代表者として、集団訴訟を提起するために裁判所にクラスアクションとしての承認を受ける際に、被告は二つ目の反証を用いて、訴訟提起の原告にはクラスの代表として集団訴訟を提起する資格がないと主張することができる。

---

<sup>503</sup> See Basic, supra 251, at 248-49.

<sup>504</sup> Brodsky & Adamski, supra 258, at 918 n4 n5; Provenz v. Miller, 102 F. 3d 1478, 1492-93(9<sup>th</sup> Cir. 1996)[Truth on the market 理論が適用される前に、被告は正確な情報が既に市場に入ったから、重要な事実に関する不開示が市場価格に影響を与えることができないということを証明しなければならない]; In re Andrx Corporation, Inc., 296 F. Supp. 2d 1356, 1366(S.D. Fla. 2003)[証券市場にすでに知られている情報が市場を騙すことができないから、当該情報が重大ではないというロジックから考えれば、truth on the market 理論は Fraud-on-the-Market 理論から当然に導ける推論であると言える]。

<sup>505</sup> Cox, Hilman & Langevoort, supra 342, at 637-39.

実務上、当該 Truth on the Market を証明するために、被告が市場に参加する投資家から証言を取り、裁判時において公表された研究結果を用い、不実開示に関する真実の情報は既に市場に把握されていることを証明しなければならない。それに対し、原告側も同種の証明方法を使い、市場が不実開示に騙されていることを証明しなければならない。原告により主張される Fraud-on-the-Market と被告により主張される Truth on the Market のいずれが裁判所に採用されるかに関して、不実開示に対して株価には顕著な変化が生じたかどうか重要なポイントとなる<sup>506</sup>。もし不実開示に関わる情報が重大であれば、不実開示が行なわれた後に、発行会社株価には明らかな上昇傾向が見られるはずである。しかし、発行会社により行なわれた情報開示が虚偽であることは少しずつ流出して行き、不実開示が市場に与える影響或は不実開示の修正公表が市場に対して与える影響を削減する効果があることや、市場に入る情報は不実開示だけではなく、他の情報も混じり込んでいるから、不実開示が実際に株価をどれくらい歪めているかを測定することは難しいことなどが原因で、市場が効率的であり、しかも FOTM 理論が成立していても、株価からそれを判明することは必ずしも容易ではない。

実際のデータから見ると、10b-5 訴訟において FOTM 理論の成立が裁判所により認められた後に、被告がそれに対して反証を主張して推定を覆した成功例はどれくらいあるのか。アメリカの研究者達の調査研究によると、上記の分析の通り、Basic 判決が例示した不実開示がなくても原告が株式取引をするというような事実を立証することはきわめて難しく、さらに事実審理まで進行した訴訟も少なく、被告が実際の裁判により反証活動を行なった例が少ないから、裁判所が判決により FOTM 理論の適用を拒んだ事件がごく稀であり<sup>507</sup>、その成功例は僅か 6 件である<sup>508</sup>。最高裁は被告が前提を認められた FOTM 理論に対して主張した反証を認めたことは一度もない。

---

<sup>506</sup> Langevoort, supra 436, at 9.

<sup>507</sup> Roger A. Cooper, Matthew M. Bunds & Anthony M. Shults, Rebutting the Presumption of Reliance in Securities Class Action, N.Y.L.J. (Jun. 10. 2013). <http://www.cgsh.com/files/Publication/33708a11-6b45-4266-bfdc-5bf271ad090b/Presentation/PublicationAttachment/23e97cb9-2292-4c1b-b90a-605b53f7a41e/NYLJ-Rebutting%20the%20Presumption%20of%20Reliance%20in%20Securities%20Class%20Actions.pdf#search='Rebutting+the+Presumption+of+Reliance+in+Securities+Class+Action'>.

<sup>508</sup> Grundfest, supra 153, at 360; Moelis v. ICH Corp., No. 85 Civ. 6941, 1987 WL 9709, 4(S.D.N.Y. 1987)[原告は被告により発表された財務報告が誤解を生じやすい会計技巧が含まれていると信じて株式の空売り取引を行っていた。そこで、裁判所は原告による信頼要件に関する FOTM 理論の適用を認めることができない]; In re Safeguard Scientifics, 216 F.R.D. 577, 582(E.D. Pa. 2003)[裁判所はクラス承認の段階において、原告により主張される信頼要件に関する

原告がクラス承認の段階で FOTM 理論の適用を主張する際に、被告が Truth on the Market を立証してクラス訴訟の承認を勝ち取ったら、原告投資家が集団訴訟ではなく、個別訴訟を提起するしかないことになり、訴訟額も集団訴訟と比べるとかなりの小額になる。しかし、上記のように、被告は真の情報が既に市場に入ったことで、Truth on the Market を立証して Fraud-on-the-Market 理論を覆すことは決して簡単ではない。

それに対して、Basic 判決が提示した二つ目の反証方法は遥かに使いやすくと考えられる。つまり、クラス代表者のクラス承認請求に対して、被告は当該原告が不実開示を知っているか、または不実開示を信頼せず別の理由により証券取引をしたと証明したら、FOTM 理論の適用請求が却下されることになる。しかし、仮に被告がこのような方法で FOTM 理論を反証したとしても、当該クラス代表とされる原告がクラスアクションを提起する資格はないだけに止まり<sup>509</sup>、和解目的で訴訟を提起した原告弁護士がまた新たな代表原告を選出し、改めて FOTM 理論を主張して 10b-5 訴訟を提起することができる。

---

FOTM 理論に対して、被告は適切な反証を行ったと認めた。利鞘を稼ぐ目的のデイトレーダーである原告が、本件不実開示が暴かれた後においても被告株式保有数を増やし続けたから、原告が FOTM に基づいて市場を信頼したとは考えられず、被告の主張は FOTM 理論に対する適切な反証であると裁判所が判断した]; *Rocco v. Nam Tai Electronics, Inc.*, 245 F.R.D. 131, 136(S.D.N.Y. 2007)[原告は本件不実開示が暴かれた後にも被告の株式を多数購入したから、原告が不実開示より自らの判断により株式取引を行なったと推認する余地があると裁判所が判断した]; *Stark Trading v. Falconbridge Ltd.*, 552 F. 3d 568, 571-73(7<sup>th</sup> Cir. 2009)[本事件は二段階買収において買付者が不実な情報開示を行うことで、不公平な公開買付価格により少数株主から株式を買い付けた事件である。機関投資家である原告は、被告が二段階買収の計画を公表した一週間後において株式を取得し、公開買付期間中に被告会社が公表した情報は虚偽であるから、公開買付け価格が公正ではないとオンタリオ証券取引所に抗議したにも関わらず、当該公開買付けに応じた。その後、原告は不実開示を理由に、10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて、被告の損害賠償責任を追及することにした。裁判所は不実開示が証券の市場価格に影響したかどうかに関わらず、原告は当該不実開示を信頼したとは言えないと判断し、原告請求を認めなかった]; *Gamco Investors, Inc. v. Vivendi, S. A.*, 927 F. Supp. 2d 88,97(S.D.N.Y. 2013)[被告である Vivendi 社が合併後の流動資産の換金能力についていくつかの重大な不実開示を行なった。被告は原告が Vivendi 社の当該流動資産換金能力や株価を信頼して株式を取得したのではなく、投資顧問の市場評価に依拠して株式を取得したと証明することにより、裁判所はそれが FOTM 理論に対する適切な反証であると判断した]。

<sup>509</sup> See *Safeguard*, supra 508, at 582[裁判所は代表原告に対して FOTM 理論を覆すやむを得ない理由がある一方、代表原告の主張が典型的ではなく、当該原告はクラスアクションの代表原告にするのは妥当ではないと判断した]。

そこで、FOTM 理論はほとんど崩せないではないかと懸念を示す学説<sup>510</sup>がある。そうであれば、White 裁判官が Basic 判決反対意見において説示したように、崩せない FOTM 理論は 10b-5 訴訟を投資家の保険の代替物に変えている虞がある<sup>511</sup>。

#### 4 重大性要件と FOTM 理論

連邦最高裁判所は Basic 判決において信頼要件に関する FOTM 法理を確立する際に、①被告が行なった不実開示が市場に広く知られていること、②不実開示に関わる事項が重大であること、③株式が効率的な市場において取引されていること、④原告は不実開示が行なわれてから真実が明らかになるまでの間に取引をしたことという FOTM 理論に関する四つの前提を提示した<sup>512</sup>。そして、②の重大性要件は FOTM 理論の前提であるとともに、10b-5 訴訟の法的要件でもある。さらに、市場効率性を論ずる部分で述べた通り、効率的な市場においても情報の種類や性質により、市場の反応スピードも違っていることから、FOTM 理論の最重要な前提である③の効率的な市場について、Cammer 判決<sup>513</sup>が整理した五つの判断指標、PolyMedica 判決<sup>514</sup>が提示した「情報効率性」に重視するアプローチ、或は FOTM 理論に対立する Truth-on-the-Market などの信頼要件が成立するかどうかに関係する重要なポイントがすべて重大性要件に大きく関係している。

一方、投資家である原告が訴訟コスト分担の考慮からクラスアクションを提起する際には、連邦民事訴訟規則 23 条の下での四つの要件を満たさなければならず、クラスとしての信頼要件が個人原告の信頼要件より優越性のあることを証明し、訴訟を提起する前に、クラスとしての承認を受けなければならない<sup>515</sup>。そのために、クラス代表者としての原告は自己が不実開示を信頼して取引をしたことを証明するより、信頼要件に関するクラス共通の主張をしなければならない。個人が不実開示を含む情報公表を直接に読んでいた或は聞いていたことを証明するのではなく、不実開示が株価を通じてクラスに帰属する全員の投資家に損害を与えたという信頼要件に関する FOTM 理論の適用を主張する必要がある。原告が一旦クラス承認の段階をクリアしたら、被告には大きな和解プレッシャーが生じると同時に、裁判官の代わりに

---

<sup>510</sup> Grundfest, supra 153, at 362.

<sup>511</sup> See Basic, supra 251, at 252.

<sup>512</sup> Id, at 219 n27.

<sup>513</sup> See Cammer, supra 458.

<sup>514</sup> See PolyMedica, supra 471.

<sup>515</sup> 上原・前掲（注 438）136 頁。

陪審団が事件を審理することになる。連邦最高裁判所は TSC Indus 事件<sup>516</sup>において重大性要件の定義を確立したが、前款で論じたように、それはごく一般的で抽象的な基準であるから、その後の実務的な経験から見ると、重大性要件についての立証活動が定性的証拠と定量的証拠を両方必要とする複雑な立証活動であり、特に定量的証拠についての分析は通常高い専門性を要するから、被告としては、それを裁判において素人の陪審団より、むしろクラス承認の段階において裁判官に対処してもらうほうが安心であることは容易に理解できる<sup>517</sup>。

重大性要件は信頼要件に関する FOTM 理論を持ち出すための前提としてクラス承認の段階において立証されなければならないかということはよく争われている問題であり、2013 年の Amgen 事件<sup>518</sup>において連邦最高裁判所が判断を下す前には、各巡回裁判所の考え方も一様ではなかった<sup>519</sup>。以下では、連邦最高裁判所が重大性要件と信頼要件に関する FOTM 理論との関係や重大性要件に関する立証がどの段階において必要なか及びその原因について詳細に解釈した Amgen 判決を詳しく紹介することにする。

Amgen 社はバイオテクノロジーの専門会社である。原告株主は Amgen 社がその最も重要な二つの薬品の安全性、有効性及び販売状況に関して行なっていた不実開示について、10b-5 訴訟を提起しようとしている。本件は原告が連邦民事訴訟規則 23 条(b)に基づいて、裁判所に対してクラスとしての承認を求める事件である。重大性要件が FOTM 理論の成立の前提としてクラス承認の段階において原告に立証されなければならないかが最も大きな争点である。連邦最高裁判所は、地裁、第 9 巡回区控訴裁判所と同じような考え方を取り、重大性はクラス承認の段階において信頼要件に関する FOTM 理論を持ち出すための前提条件ではないと判断を下した。

連邦最高裁判所はまず重大性要件は 10 条(b)項及び規則 10b-5 の基本的な法的要件及び FOTM 理論の前提としての位置づけを確認した。「重大性は単

---

<sup>516</sup> See TSC Indus, supra 138, at 449.

<sup>517</sup> Langevoort, supra 436, at 4.

<sup>518</sup> See Amgen, supra 251.

<sup>519</sup> 重大性が信頼要件に関する FOTM 理論を引き起こすための前提として、クラス承認の段階において証明されなければならないという立場による裁判例：Oscar Private Equity Investment v. Allegiance Telecom, Inc., 487 F.3d 261, 264(5<sup>th</sup> Cir. 2007); In re Salomon Analyst Metromedia Litigation, 544 F.3d 474, 485-86(2d Cir. 2008); 原告はクラス承認の段階において重大性要件についての立証が不要であるという立場による裁判例：See Schleicher, supra 410, at 685; Connecticut Retirement Plans and Trust Funds v. Amgen Inc., 660 F.3d 1170, 1176(9<sup>th</sup> Cir. 2011).

なる規則 10b-5 の法的要件ではなく、**Fraud-on-the-Market** 理論の基本前提でもある。当該理論は、Amgen が主張したように、効率的な市場においてすべての公開情報が迅速に株価に組み入れられることを通じて投資家に伝わるという認識を基礎にして成り立つものである。定義上、重大性を有しない情報は株価に影響を与えないから、**Fraud-on-the-Market** 理論が推定したように投資家が株価の公正性に間接的に頼ることができない。従って、重大な不実開示又は不開示がないなら、**Fraud-on-the-Market** 理論を適用することができない。**Fraud-on-the-Market** 理論を適用しないなら、クラス共通の証拠を用いてクラス全体の信頼要件を証明することができない。Amgen 社は証券詐欺クラスアクションが承認される前に重大性要件が立証されなければならないと主張した。Amgen 社の主張と逆に、本事件の重要な問題は重大性要件が **Fraud-on-the-Market** 理論の基本前提であるかどうかではなく、それは論じるまでもないことである。むしろ、本事件の肝心な問題は、訴訟の進展として、クラスに共通する法的問題又は事実問題が個人メンバーだけに影響する問題に優越することを保証するために重大性要件についての立証が必要かどうかである」<sup>520</sup>。

そして、裁判所は二つの理由を上げ、当該質問に対して否定の答えをした。「第一に、重大性とは客観的な問題であり、合理的な投資家にとって、不実開示または不開示に関する事実が重要であるかどうかに関連するから、重大性はクラスに共通の証拠を挙げられることによって証明されることができる。従って、重大性は規則 23(b)(3)に求められる共通性問題である。第二に、クラスに共通する重大性要件に関する立証が失敗するかどうかにかかわらず、個人に固有の重大性要件がクラス共通の問題に優越するという事態を招くことはない。重大性要件は規則 10b-5 主張の基本的な要素であるから、原告が重大性について十分な証拠を上げなかったことで略式判決の申立が却下されたとしても、或は本案訴訟で負けたとしても、個人的な信頼要件は共通的な信頼要件より優越することにならない。その代わりに、重大性要件に関する立証が失敗したときに、当該集団訴訟のすべての原告にとって訴訟が終わることになり、個人的な信頼要件が共通的な信頼要件より支配的になるような請求が残ることはない」<sup>521</sup>。

次に、裁判所は重大性がクラス承認の段階において立証されるべきであるという主張に関して Amgen 社が提出した二つの論点について詳しい分析を加えた。Amgen 社は、まず裁判所が Halliburton I 判断を引用し、原告が FOTM

---

<sup>520</sup> See Amgen, supra 251, at 1195.

<sup>521</sup> Id, at 1195-96; 黒沼悦郎「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」金融商品取引法研究会研究記録第 48 号 7-8 頁 (2015)。

理論を援用するなら、その前提となる不実開示が公衆に知られること、株式が効率的な市場において取引されること、原告は不実開示が行なわれてから真実が明らかになるまでの間に株式を売買した者であることという三つの要件を証明しなければならないと裁判所が判断するなら、FOTM 理論のもう一つ的前提である重大性要件についての立証も FOTM 理論の前提としてクラス承認の段階において原告に求めるべきであると主張した<sup>522</sup>。裁判所は Amgen 社が挙げた三つの前提をそれぞれ分析した上、重大性要件との違いについて次のように判示した。「重大性要件に関する立証の失敗は原告がクラス全体の信頼要件に関する Fraud-on-the-Market 理論を援用することを妨げるだけではなく、一つの法律問題として、原告は 10b-5 主張についての本案訴訟で勝つことはできない。従って、共通的な市場効率性と公開性要件についての立証が失敗した際に個人的な信頼要件を認めてもらう見込みはまだ残されているのに対して、重大性要件に関するクラスレベルの立証活動の失敗がクラスの訴訟と、クラスを構成する個人原告の訴訟を終わらせることになるという重要な観点から、重大性要件は市場効率性と公開性要件とは違っている。一言で言えば、重大性を有しない情報について、個人的であろうと集団的であろうと、提訴できる信頼要件はない。重大性要件に関する立証活動の失敗は市場効率性と公開性と違って、個人的な要件は共通な要件に優越することにならないから、重大性要件が規則 23(b)(3) の下のクラス承認の段階において証明される必要はない」<sup>523</sup>。

さらに、裁判所は Amgen 社により主張される政策的考慮という、クラスの承認は被告に和解を選択するプレッシャーをかけるから、重大性要件についての立証責任はクラス承認の段階において原告に負わせるべきであるという論点について、「この点について、重大性は規則 10b-5 請求のほかの基本的要素と同じであり、特に、原告により主張される情報開示あるいは不開示は虚偽であり、もしくは誤解を招きやすいという法的要件と、当該不実開示あるいは不開示が原告に経済的な損害を引き起こしたという法的要件である。クラス承認により生じる和解プレッシャーは裁判所が司法手段によりこれらの問題を解決することを妨げる。しかし、裁判所は因果関係と被告により行なわれた情報開示と不開示の虚偽性あるいは誤解を招きやすい性質が、クラスが承認される前に裁かれる必要はないと考える」<sup>524</sup>と判示した。

連邦最高裁判所は重大性が FOTM 理論の基礎的な前提であることを認めた上で、重大性要件が同時に 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件でもあるから、不実開示に関わる事項が重大性を有しないと認定したら、クラスが成立

---

<sup>522</sup> Id, at 1198.

<sup>523</sup> Id, at 1199.

<sup>524</sup> Id, at 1200.



シ得ないだけでなく、当該不実開示に関わる他の個別的な訴訟も提起不能となる。重大性についての立証をクラス承認の段階に置くことはクラス承認を小型の裁判に変えることになるという観点<sup>525</sup>から、クラス承認において不実開示に関わる事項の重大性要件についての立証は不要であると判断した。

## 5 FOTM 理論に対する批判

### (1) FOTM 理論と Circular 問題

前記の説明の通り、FOTM 理論の下で、原告は不実開示に影響された発行証券が取引されている証券市場が効率的なものであることを立証することができたら、公開情報はすべて証券の市場価格に反映されていると見なされ、**Fraud-on-the-Market** 理論を適用し、10 条(b)項及び規則 10b-5 の信頼要件は満たされると推定することができる<sup>526</sup>。FOTM 理論について、Fischel が 1982 年に著名な論文<sup>527</sup>を公表し、その後の 10b-5 裁判例や研究者達<sup>528</sup>に大きな影響を与えた<sup>529</sup>。彼の考え方によると、市場の効率性は FOTM 理論の最重要な要素であり、法は効率的な市場を守ることを通じて投資家を守るべきである<sup>530</sup>。証券市場の効率性を背景に、個人投資家が不実開示を含む登録書類や目論見書などを直接に見たかどうかとか、口頭による不実な情報発表を直接に聞いたかどうかとかという信頼要件はそれほど重要ではないことになる<sup>531</sup>。従って、FOTM 理論は、投資家が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて大規模なクラスアクションを提起して不実開示に関わる損害賠償責任を追究することを可能にした<sup>532</sup>。

しかし、前に紹介した Easterbrook と Fischel の論文<sup>533</sup>が提示した circular 問題は存在しているから、損害賠償の面から見ると、最も賠償資力を有する発行会社に責任を負担させることは、不実開示に対する責任を有さない二組の投資家間の利益移転を生じさせるから、FOTM 訴訟に投資家の損害賠償目

---

<sup>525</sup> Id, at 1201.

<sup>526</sup> Grundfest, supra 153, at 310; See Basic, supra 251, at 241-47; See Amgen, supra 251, at 1191.

<sup>527</sup> Daniel R. Fischel, Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Activity Traded Securities, 38 Bus. Law. 1(1982).

<sup>528</sup> Arlen & Carney, supra 208; Joseph A. Grundfest, Disimplying Private Rights of Action Under the Federal Securities Laws: The Commission's Authority, 107 Harv. L. Rev. 961, 967-68 (1994); Pritchard, supra 83, at 928.

<sup>529</sup> See Langevoort, supra 441, at 164.

<sup>530</sup> Fischel, supra 527, at 9-11.

<sup>531</sup> Id, at 10-11.

<sup>532</sup> Langevoort, supra 441, at 165.

<sup>533</sup> Easterbrook & Fischel, supra 173.

的を達成することを期待すべきではない<sup>534</sup>。さらに、FOTM 理論に基づいて証券投資家が信頼要件についての証明を省けることで、集団的な 10b-5 訴訟を提起することは簡単になるから、濫訴の虞が存在する点、訴訟自体が莫大な訴訟コストを生じる点、訴訟自体が会社に対してダメージを与えている点、発行会社と取締役が終局判決を得る前に原告投資家と和解を図ることによって裁判を終結するというほとんどの場合において、保険が和解金をカバーする結果になり、最終的に考えると、これが発行会社全株主の負担になることで、FOTM 訴訟は抑止効果を十分に果たしていると言うことはできないという点からすると、FOTM 訴訟を簡単に起こせることは決して望ましい結果ではないと多くの研究者は考えている<sup>535</sup>。Basic 判決により確立された FOTM 理論から、原告はまず FOTM 理論の適用前提である不実開示に関わる市場が効率的であるということを立証しなければならないが、実務上大型株式が取引されている市場の効率性が問われることは少ないのに対して、被告が FOTM 理論に対して適切な反証を行なうことはきわめて難しく、FOTM 理論は実に原告側に親和的な理論であると考えなければならない<sup>536</sup>。

## (2) FOTM 理論と効率的な市場仮説 (ECMH) に関する経済論争

FOTM 理論の土台となるのは効率的市場仮説という著名な経済学理論である。しかし、効率性ということは証券市場の一般的な性質であるかどうかという問題は、長い間経済学上に激しい論争を引き起こした難しい課題である。Basic 判決により確立された FOTM 理論はアメリカ現代の証券市場では一般的な効率性が存在し、発行会社や発行証券に関する公開情報がすべて株価に反映されるというやや強い効率性を有する市場であることを前提にしている<sup>537</sup>。原則として、原告が信頼要件に関して FOTM 理論の適用を主張したいなら、まずは不実開示に関わる証券市場が効率的な市場であると証明する必要があり、その後において被告が適切な反証により FOTM 理論を覆すしかない仕組みになっている。市場効率性についての認定自体はきわめて難しいから、裁判所がそれを正確に判定する能力があるかどうかは疑問である<sup>538</sup>だけではなく、効率的な市場の特徴は発行会社に関する情報がすべて株価に反映しているかどうかという点だけではなく、他にもいろいろな特性がある。効率的な市場であるかどうかという点を原告クラス共通の信頼要件の判断基準にするのは、

---

<sup>534</sup> Langevoort, *supra* 441, at 165-66; Jill E. Fisch, *Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation*, 2009 Wisc. L. Rev. 333 (2009); 前記第 3 章を参照。

<sup>535</sup> 前記第 3 章を参照。

<sup>536</sup> Grundfest, *supra* 153, at 372-74.

<sup>537</sup> See, Oscar, *supra* 519, at 269.

<sup>538</sup> See Basic, *supra* 251. White Judge dissenting.

適切ではなく、Basic 判断により確立された FTOM 理論を再考すべきであるということを提唱する学説もある。以下はその具体的な主張を紹介する。

効率的な市場理論を巡る経済学論争上においては、効率的な市場と効率でない市場を区別する基準は市場の非効率性を用いて行なう鞆取引により、平均以上のリスクを取ることなしに、一般投資家以上の利益を得ることが出来るかどうかということにある<sup>539</sup>という考え方が一般的である。さらに、効率的な市場理論に対する反対説は以下の三つの理由により、市場が一般的に効率的ではないと主張する<sup>540</sup>。①効率的な市場理論によれば、発行会社に関する情報はすべて株価に織り込まれているから、一般的に言うと、株式投資収益あるいは株式市場は予測できないはずである。それに対して、効率的市場理論の反対説によれば、株価収益率の観察により株式市場を予測することができ、株式取引をすることは一般投資家以上の株式投資収益を得ることもできる。②株式の市場株価には予測できない過度の変動性があり、それに乗じて鞆取引をすることができるから、株式市場は一般的に効率的ではないと考えられる。③株式市場が発行会社に関する新しい情報に対して迅速に反応する能力は不足するため、新しい情報が徐々に株価に反映し、投資家がこの時間的な間隙に乗じて一般的な投資家以上の収益を得ることができるから、市場が効率的でないと考えられる。

一方、連邦最高裁判所は Basic 判決において効率的市場ではすべての公開情報が株価に織り込まれることを前提に、不実開示が株価を通じて投資家に損害を与えることを認めるから、クラスに共通の信頼要件が認定されることになる。ただし、FOTM 理論を投資家全員には共通の信頼要件があるということの証拠として認めるロジックの重要なポイントは発行会社株価が不実開示から影響を受けていることである。この点については連邦最高裁判所が Basic 判決において FOTM 理論を確立した後に例示した反証方法からも伺えると思われる。つまり、もし不実開示が行なわれた後に株価にはなんの変動もないなら、不実開示と原告の取引価格または取引判断の間に存在する因果関係も当然に切断される<sup>541</sup>と考えられる<sup>542</sup>。

しかし、効率的な市場であるかどうかを区別する重要なポイントとなる投機的な投資家が株式取引から一般投資家以上の利益を得られるかどうかということは、不実開示が株価を歪曲することによって投資家に影響を与えるかどうかに関係ないことが考えられる。効率的な市場理論を支持する研究者で

---

<sup>539</sup> Jarrow & Larsson, supra 445, at 2. 池谷・前掲（注 448）45 頁。

<sup>540</sup> Bebchun & Ferrell, supra 445, at 679-684.

<sup>541</sup> See Basic, supra 251, at 248.

<sup>542</sup> Bebchun & Ferrell, supra 445, at 695-696.

も、市場の効率性が完璧ではないと認めなければならず、鞆取引から利益を取得できない効率的な市場においても、株価が新しい情報に素早く反応できない場合があり、効率的な市場理論に反対する研究者でも、効率的でない市場において、株価が不実開示により歪曲されたことが絶対にはないと断定することはできない<sup>543</sup>。それに対して、効率的な市場であるかどうかという問題にこだわりすぎるなら、投資家が救済を受けるためにはまず市場の効率性を検証しなくてはならないことになる。裁判所にはそれを適切に判断する専門能力があるかどうかはともかく、こういうアプローチは市場を効率的な市場と効率的でない市場に二分化する傾向がある<sup>544</sup>。効率的な市場において投資家に影響を与えなかった不実開示が発生した場合に、クラスに共通する信頼要件が存在していないにもかかわらず、FOTM 理論により認められたことや、効率的でない市場において投資家に影響を与えた不実開示が発生した場合に、クラスに共通する信頼要件が存在するにもかかわらず、FOTM 理論により認められなかったことというような不合理が生じることになる。

裁判所は原告クラスに共通する信頼要件について判断を下す際には、効率的な市場理論に立脚する FOTM 理論を採用すべきではなく、不実開示が株価を歪めたかどうかという株価インパクトを基準にすることも FOTM 理論の反対説により提唱されている<sup>545</sup>。このような批判や効率的な市場仮説についての経済学上の論争を踏まえて、連邦最高裁判所は Halliburton II 事件において、Basic 判決が確立した FOTM 理論について再整理を行なうことにした。

## 6 FOTM 理論に関する新たな展開 (Halliburton II 事件)

上記の批判を踏まえて、連邦最高裁判所は Halliburton II 事件<sup>546</sup>において、26 年ぶりに効率的な市場理論 (Efficient Capital Market Theory) を巡って最新の経済学議論を背景に、Basic 判決により確立された Fraud-on-the-Market 理論を再検討した。

### (a) 事実関係

原告の主張によると、被告である Halliburton 社が本件クラス期間において株価を上昇させる目的により、①アスベスト訴訟に関する潜在的責任、②建設契約から予期できる収益と、及び③他の会社との合併契約から期待できる利益について不実な情報開示を行なった。その後、被告が不実開示の事実

---

<sup>543</sup> Id, 682-684.

<sup>544</sup> See Cammer, supra 458; See PolyMedica, supra 471.

<sup>545</sup> Bebchun & Ferrell, supra 445.

<sup>546</sup> See Halliburton II, supra 251.

を発表したことから、株価が急落することになった。そこで、Halliburton 社及びその役員に対して 10b-5 訴訟を提起することになった<sup>547</sup>。

地方裁判所と第 5 巡回区控訴裁判所は、原告は不実開示と原告が被った経済的損失との因果関係を立証していないことを理由に、クラスとして承認しなかった。それに対して、連邦最高裁判所が、原告がクラス承認の段階において、クラスには共通の信頼要件が存在することについて証明する必要があるが、損害上の因果関係は投資家が不実開示を信頼したかどうかに関係のない事柄であるから、不実開示発覚以外の要因による株価下落かどうかを証明する必要はなく、因果関係は信頼要件と別の法的な要件であるということを明確にし、事件を原審に差し戻した<sup>548</sup>。そこで、被告は不実開示が株価に対して影響を与えなかったと主張し、裁判所に対して原告により主張された FOTM 理論の適用を棄却することを求めた。連邦最高裁判所は、本件判決において、被告が不実開示から株価は影響を受けなかったことを立証することは、Basic 判決により確立される FOTM 理論に対する適切な反証であるかどうかという問題を明らかにし、被告の主張に応え、10b-5 訴訟に適用される信頼要件に関する FOTM 理論を再考することにした<sup>549</sup>。

#### (b) FOTM についての再検討

連邦最高裁判所が反証を許す FOTM 理論とその合理性、及び Basic 事件以来発展してきた 10 条(b)項及び規則 10b-5 法的要件に関する判例法理を整理した<sup>550</sup>後、被告の請求に沿って判断を下した。被告はまず Basic 判決により確立された FOTM 理論が議会の立法目的に合致しないと主張した。議会が 34 年法 10 条(b)項を作る際に、民事責任を規制することを想定しなかったため、裁判所がそれを民事訴訟において準用する際に、それと最も似ている民事責任を規制する明示的な規定の法的要件を確認して準用しなければならず、これに当たるのは 34 年証券法 18 条 (a) 項である。同条は、不実開示に関する責任を規制すると同時に、原告が当該不実開示に直接に信頼したことを立証しなければならない信頼要件に関する直接的な立証責任を規定した。連邦最高裁判所が FOTM 理論を認めることで議会が 10 条(b)項を立法する当時において予期した原告が信頼要件を直接に立証する責任を不当に軽減することになると被告が主張した<sup>551</sup>。それに対して、本件裁判所は当該問題が既に

---

<sup>547</sup> Id, at 11-12.

<sup>548</sup> See Halliburton I , supra 251; 黒沼・前掲 (注 521) 45 頁。

<sup>549</sup> See Halliburton II , supra 251, at 14-15.

<sup>550</sup> Id, at 16-19.

<sup>551</sup> Id, at 20-21;被告主張と同じような考え方を取っている学説も存在する。Grundfest, supra 153, at 308-319.

Basic 判決において反対裁判官により提示されていたが、大多数の連邦最高裁判官に採用されることに至らず、本件被告がそれに関する新たな論拠を示すことはできなかったため、それを支持しないことにした<sup>552</sup>。

さらに、被告は FOTM 理論の二つの前提について疑問を呈した。第一は、効率的な市場理論についての疑問であり、被告は経済学者が効率的市場理論を巡る論争や、公開情報が株価に迅速に反映することはできないという仮説を支持する研究を引用し、資本市場は基本的な効率性 (fundamental efficient) を有しないから、裁判所が FOTM 理論を適用する前提として証券市場が効率的であるかどうかということの合理性は疑われると主張した。

それに対して、裁判所は当該問題について議論することを拒絶し、「われわれは裁判において経済学者と社会学者が複雑な統計分析及び経済理論を用いて討論したことの是非を判断する必要はない」と判断を下した。信頼要件に関する推定を認めることは「公開情報がどれだけ迅速かつ完全に市場株価に反映するかについて特定の理論を採用するかではなく、裁判所が「市場専門家が会社に関するほとんどの重大な公開情報を考慮するから、市場株価がその影響を受けている」ということを当該推定の前提として認めている。Basic 判決により確認された信頼要件に関する推定は市場効率性に関する二分的な考え方に基礎付けられるものではない。実は、当該理論を反証可能に設定することで、Basic 判決は市場効率性が程度の問題であると認識するから、それを証拠により証明できる形にした」<sup>553</sup>と判断した。

被告が疑問を呈した FOTM 理論の二つ目の前提は、市場の投資家が市場株価の公正性 (integrity) を信頼して取引をすることである。多くの市場投資家は市場株価の公正性を株式投資判断の考慮要素として考えていないと被告が主張した。そして、市場株価が過大に評価された株式または過小に評価された株式について、市場平均以上の利益を取得する目的で投資を行なう価値志向型投資家 (value investor) がその最も典型的の例として被告に挙げられていた<sup>554</sup>。

しかし、裁判所は「Basic 判決がそのような投資家の存在を否定したわけではない。我々は最近の事件において説明したように、それについて Basic 判決が「ほとんどの投資家は、自分が公開情報についての自らの分析結果だけを頼りにして市場平均以上の利益を長期的に享受する可能性が少ないことを知っているから、市場株価はすべての公開情報を踏まえた上で、株式価値に

---

<sup>552</sup> See Halliburton II, supra 251, at 21.

<sup>553</sup> Id, at 24.

<sup>554</sup> Id, at 26.

ついでの中立的な評価結果として信頼することにする」と結論づけた。とにかく、Halliburton が典型的な反例として上げられていた価値志向型投資家 (value investor) でも、Halliburton が主張したように株価の公正性について無関心であると言うことができない。このような投資家は株式の市場価格が最終的には重大な情報を反映するだろうということを暗黙に信頼している。そのような市場修正がないと、彼が期待する利益はどうやって入手できるだろうか？確かに、価値志向型投資家は「彼が取引する際に市場価格が公開情報を正確に反映するとは思わない」が、Basic 理論の観点からは不実開示を間接的に信頼するという推定を受けるためには、彼は株価がある合理的な期間内に公開情報を反映するだろうということだけを信じて取引すれば足りる。価値志向型投資家もおそらく株式の価値がどれほど過大評価されるか、またはどれほど過小評価されるかについて見積りすることを試みている。当該見積りは詐欺から影響を受けた株価に歪められることも考えられる<sup>555</sup>と Basic 判決を分析し、不実開示が株価を通じて投資家に影響を与えていると判断し、FOTM 理論の合理性を肯定した。

### (c) Basic 判決の合理性

次に、10 条(b)項及び規則 10b-5 に求められる信頼要件について、Basic 判決が原告の立証責任を不当に軽減することを理由に、連邦最高裁判所が Basic 判決をコモン・ローの先例拘束原則から除外すべく、或は Basic 判決により確立される法理を変更すべきであると被告が主張した。それに対して、裁判所は以下のように判断した。「証券クラスアクション事件において、通常クラス承認を得るために最も重要な要件は連邦民事訴訟規則 23(b)(3)の優越性 (predominance) である。Basic 理論はクラス承認の前にそれについての原告立証責任を取り除くわけではない。代わりに、Basic 理論は原告が当該立証責任を果たすために、当該理論の前提となる公開性、重大性、市場効率性とマーケットタイミングを立証することを求める。これらの前提についての立証責任は依然として原告にあり、かつ (重大性を除いて) クラスが承認される前に果たさなければならない。言い換えると、Basic 理論は原告が個別の信頼要件より優越性のある共通の信頼要件をただ単に主張するだけを許すわけではなく、彼らがこの優越性を明らかに示すために何かを証明しなければならないということを説明している。Basic 判決が被告に対して、個人原告が株式取引をする際に市場価格の公平性を信頼しなかったことを証明するという、信頼要件に関する推定に対する反証を主張する機会を与える。しかし、これは個人原告に関する信頼要件を否定する効果があるが、共通の信頼要件が転覆され、かつ規則 23 条(b)(3)に基づいてクラスを承認しない理由になること

---

<sup>555</sup> Id, at 27-28.

はない。被告が個人原告に対して反証をすることにより特定の原告を原告クラスメンバーから摘み取ることは、クラスに共通する信頼要件より個人原告の信頼要件問題に優越性を持たすことができない。」<sup>556</sup>

これに対して、被告はこのような 10b-5 訴訟が発行会社の大きな負担になり、投資家が FOTM 理論を利用して多額の和解金を取得する目的で濫訴を行なうことが考えられ、さらに投資家間の利益移転 (circular) 問題を引き起こすことにもなると主張した。しかし、議会はこの問題に対応するために不実開示の範囲を引き締めることや、原告の立証責任を引き上げることなどの一連の措置を含める PSLRA が既に行なわれたことからみれば、裁判所は Basic 判断を変更する必要がないと明言し、FOTM 理論を徹底的に変更することを躊躇した<sup>557</sup>。

#### (d) 価格影響についての立証

さらに、Basic 理論の代わりとして、被告は価格の影響を基準とする、二つの方法を提案した。一つ目は、原告が信頼の推定を発動させるためには、効率的な市場理論に基づく FOTM 理論を適用するのではなく、不実開示により株価が影響を受けたことを立証しなければならないように変更する。二つ目の提案は、株価が不実開示から影響を受けなかったことについての立証は、FOTM 理論に対する適切な反証として認められることである。

それに対して、裁判所はまず FOTM 理論を成立させるために原告が証明しなければならない四つの前提条件を列挙し、「(1) 原告主張の不実開示が市場において一般的に知られている、(2) 不実開示に関わる事項が重大である、(3) 株式が効率的な市場において取引されている、(4) 原告は不実開示が行なわれるから真実が暴かれるまでの間に株式取引をした」<sup>558</sup>、Halliburton I 事件<sup>559</sup>の連邦最高裁判所判決を引用し、(1) (2) (3) の前提は株価インパクトに向け、「株価インパクトが存在しないなら、Basic 法理の元の Fraud-on-the-Market 理論と信頼要件に関する推定が崩れることになる。当該推定を基礎付ける「基本的な前提」は、「投資家が取引している時に不実開示が株価に反映されている限り、彼が当該不実開示を信頼したと推定する」。もしそうでないならば、「投資家が市場株価の公平性を信頼する

---

<sup>556</sup> Id, at 31-32.

<sup>557</sup> Id, at 32-33.

<sup>558</sup> Id, at 34.

<sup>559</sup> See Halliburton I , supra 251.



ことを通じて不実開示を間接的に信頼するという論点の土台がなくなる」<sup>560</sup>と株価インパクトが FOTM 理論の根本であることを説明した。

続いて、裁判所は被告の一つ目の提案について、「Basic 理論を軽く修正することとかなり違って、この提案が規則 10b-5 の法的要件である信頼要件の内容を根本的に変更することになる。Basic 理論は二つの構成要素からなる：第一に、原告が、被告による不実開示が公開的かつ重大であり、かつ株式が一般的に効率的な市場で取引されることを証明した場合には、彼は不実開示が株価に影響を与えたという理論を適用することができる。第二に、原告は、自分が関連する期間に市場価格で株式を取得したことを証明した場合には、彼は不実開示を信頼して株式を取得したという推定を適用することができる。原告が株価インパクトについて直接に証明することを求めるという

Halliburton の提案が、第一の構成要素を原告から奪うことになる・・・市場効率性はイエスかノーかの命題ではないから、ある公開的かつ重大な不実開示が一般的に効率的な市場においても株価に影響を与えないことはある。しかし、すでに説明したように、Basic 判決が決してそれと別のことを提示するわけではない；だからこそ、Basic 判決が、特定の不実開示が株価に影響を与えなかったという推定に反証する機会を被告に与えている。それと同じような理由から、われわれは Basic 判決を完全に廃棄することを拒絶し、事実上その前提を修正することによる半分廃棄も拒絶する」<sup>561</sup>と判示し、株価インパクトは FOTM 理論に含まれる基礎前提であることを確認し、それについての立証を直接に原告に求めることの合理性を否定した。

被告が提出した二つ目の提案については、裁判所がそれを採用することにし、「Basic 判決の Fraud-on-the-Market 理論に基づいて、市場効率性とその他の前提は株価インパクトを証明する間接的な方法である。すでに説明したように、そもそも Basic 判決の基本原則は信頼要件に関する推定を認めることであるから、株価インパクトについての直接的な証明を原告に求めるより、原告がこのような間接的な証明方法により株価インパクトを証明することも認めるのは妥当である。ただし、直接的な証拠が利用可能な場合に、この間接的な証明方法が直接的な証拠を妨げることにはできない・・・株価インパクトが 10b-5 集団訴訟の基本的な前提である。Basic 判断は原告がこの前提を間接的に証明することを認めるが、被告は不実開示が実際に株価に影響を与えなかったことを直接に証明できるもっと明らかな証拠を提出した場合、裁判所が不採用することを要求するわけではない・・・被告は Basic 理論が認められるクラス承認の段階において、株価インパクトについての間接証拠と同

---

<sup>560</sup> Id, at 35.

<sup>561</sup> Id, at 36-37.

様に、直接証拠を挙げることにより **Basic** 理論を崩すことができる」<sup>562</sup>と述べ、被告はクラス承認の段階において裁判所に採用された **Fraud-on-the-Market** 理論に対して、原告により主張される不実開示が市場株価に影響を与えなかったことを直接に証明することは適切な反証として認め、**Fraud-on-the-Market** 理論を覆すことができると明確に判示した。

(e) **Halliburton II** 事件についての評価

連邦最高裁判所は本件において、**Basic** 判決が下されてから効率的な市場仮説について経済学上の議論展開を踏まえて、信頼要件に関する **FOTM** 理論を再分析した上、その合理性を再検討することにした。証券市場を効率性により二分化すべきではないことや、株価インパクトは **FOTM** 理論の理論的前提であることを確認した上、**FOTM** 理論は株価インパクトの間接的な証拠として認め、被告は株価インパクトが存在しないことを証明することは **FOTM** 理論に対する適切な反証である一方、不実開示と証券取引の間に取引上の因果関係を存在しないことを証明する直接的な証拠であることを認定した。被告は経済学上は効率性は証券市場の一般的な性質であるかどうかについて議論が盛んであることや、**FOTM** 理論の適用を認める **10b-5** 訴訟が発行会社に過大な負担をかけると同時に、不実開示の損害が無実の残存株主に移転することを主張し、**FOTM** 理論の廃除を主張したが、連邦最高裁判所がそれについて保守的な態度を取っていたことが明らかである。

**FOTM** 法理の下で、原則として原告は証券市場が効率的であることを証明する上に、クラスに共通の信頼要件の存在が推定されることになる。そして、効率性を判断するにあたり、具体的に取りられたアプローチや方法は上記 **Cammer** 事件と **Polymedica** 事件<sup>563</sup>のような基準が挙げられるが、連邦最高裁判所が本件判断で指摘した通り、証券市場を二分化する傾向がある一方、当該基準を採用する多くの事件は、アメリカの未上場株式を対象とする事件であることが明らかである<sup>564</sup>から、アメリカナスダック市場に上場した株式が形成される市場の効率性は一般的に認められ、裁判において効率性を否定した事件がほとんどない<sup>565</sup>。それに対して、連邦最高裁判決は **Basic** 判決により確立される **FOTM** 理論は反証を許すように設定したが、**Basic** 事件以来の裁判例をリサーチした結果によると、**FOTM** 理論を覆すことは非常に難しいことが判明した<sup>566</sup>。連邦最高裁判所が本件判断において、**FOTM** 理論の合理性

---

<sup>562</sup> *Id.*, at 40-41.

<sup>563</sup> See *Cammer*, supra 458; See *PolyMedica*, supra 471.

<sup>564</sup> 池谷・前掲（注 448）49-50 頁（2014）。

<sup>565</sup> 黒沼・前掲（注 521）23 頁〔黒沼発言〕。

<sup>566</sup> *Grundfest*, supra 153, at 360; See *Halliburton II*, supra 251, at 65.

を認めた上、株価インパクトを FOTM 理論の前提として位置づけ、被告が株価インパクトが存在しないことを直接に証明することは FOTM 理論に対して適切な反証として認めるべきであると言明することにより、被告が FOTM 理論に対して反証を提起する際に参照できる一つの明確な例であるように考え、これから流通市場における不実開示に関わる 10b-5 民事訴訟の判例法の輪郭がより明晰になり、原告と被告の力関係にも大きな変化が齎すだろうと思われる<sup>567</sup>。

アメリカの証券法研究者達は、FOTM 理論に対して疑問を呈する一方で、市場効率性に大きく関係する Basic 理論の代わりに、不実開示が株式価格に対して実質的な影響を与えたかどうかということを信頼要件の判断基準として設定するアプローチを提唱した<sup>568</sup>。株価インパクトについて各巡回裁判所や研究者たちも真剣に検討したが、株価インパクトがない場合はだいたい不実開示と原告の損害の間に因果関係が存在しないか<sup>569</sup>、不実開示に関わる事項が重大性を有しないか<sup>570</sup>、或は株式が取引される市場は効率的ではないか

---

<sup>567</sup> Sullivan & Cromwell LLP., U.S. Supreme Court Rules on Critical Reliance Issue for Securities Class Actions, 4; 不実開示による株価インパクトが容易に測れるものではない。その理由は、①発行会社が不実開示を行なった後に、いずれ発覚するはずであると意識した時点で、株価の暴落を防ぐために、不実開示の事実を少しずつ市場に放出する場合において、不実開示が暴かれる時点で、市場がすでにその情報を把握していたから、明らかな株価インパクトがない場面が考えられる。②発行会社が不実開示の事実と他の真実の情報を組み合わせることで発表することが一般的であるから、不実開示による影響が顕著ではないことも考えられる。Langevoort, *supra* 436, at 13.

<sup>568</sup> John C. Coffee, Causation by Presumption?, 60 Bus. L. 533(2005); 黒沼・前掲(注 521) 17 頁。

<sup>569</sup> See Oscar, *supra* 519; Coffee 教授と Fox 教授の見解によると、株価インパクトと損害因果関係を証明する方法と証拠が実と同じであるから、株価インパクトと損害因果関係が実と同じ争点である。そういう意味で、Halliburton I と Halliburton II の判決が矛盾するように考えられる。John C. Coffee, Death by One Thousand Cuts, <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/06/30/death-by-one-thousand-cuts/> (June 30, 2014); Merritt B. Fox, Halliburton II: Who Won and Who Lost All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price, <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/06/30/halliburton-ii-who-won-and-who-lost-all-depends-on-what-defendants-need-to-show-to-establish-no-impact-on-price/> (2014); 黒沼・前掲(注 521) 19 頁。

<sup>570</sup> See Merck, *supra* 327, at 269; See Oran, *supra* 326, at 283; See Burlington, *supra* 327, at 1425. それについて、株価インパクトと重大性要件は同じではないかという意見も出てきたが、前款の重大性要件で論じた通り、将来予想に関する記述が発表された時に、場合によって、株価が迅速に反応したことがあっても、または不実開示発覚時に明らかな株価インパクトがあったとしても、当該情報は重大性を有しないと判断することが考えられる。一方、TSC

571というように判断した<sup>572</sup>が、被告がそれについて立証すれば、FOTM 理論が直ちに覆されることになるように判断されていなかった。

例えば、第 5 巡回区控訴裁判所も株価インパクトについて慎重に検討して、Halliburton が主張した Basic 事件以来各裁判所が作り上げた FOTM 理論に代替する一つ目の提案のように、不実開示から株価インパクトが生じたかどうかを信頼要件に関する Basic 理論の成立の前提として原告に求めていた<sup>573</sup>。株価インパクトの立証方法について、第 5 巡回区控訴裁判所は、i 不実開示が行なわれる際に生じた株価インパクト、或は ii 真実な情報が暴かれる際に生じた株価インパクトという二つの手段を挙げていたが、i の時点で発生した株価インパクトについての測量は難しいから、株価インパクトは信頼要件ではなく、不実開示と原告の経済損害の間に存在する因果関係の象徴と考えられ、さらに FOTM 理論の前提として、原告が因果関係を立証しなければならないというように判断した<sup>574</sup>。

一方、因果関係について、連邦最高裁判所は、Halliburton I においてそれが FOTM 理論の前提要件ではなく、原告がクラス承認の段階においてそれを立証しなくてもよいと明確に判示した<sup>575</sup>。Halliburton II において FOTM 理論に対して適切な反証という別の角度から株価インパクトを認めたが、両者の区別について具体的な判断基準を詳しく提示しなかった点に関して、研究者

---

判決により確立された重大性の定義からみれば、ある情報が投資家の投資判断を影響するほどの重大性があるとしても、当該事項に関する真実の情報がすでに市場に浸透したので、株価インパクトがないことも考えられる。

Langevoort, *supra* 436, at 9.

<sup>571</sup> Michael L. Hartzmark & N. Nejat Seyhun, *The Curious Incident of the Dog that Didn't Bark and Establishing Cause-and-Effect in Class Action Securities Litigation*, 6 Va. L. & Bus. Rev. 415, 420-25(2012).

<sup>572</sup> Langevoort, *supra* 441, at 190.

<sup>573</sup> See Oscar, *supra* 519, at 269.

<sup>574</sup> *Id.*, at 265[我々は今重大性についての立証以上のこと、又は不実開示が確実に市場を動かしたことについての証拠を求める。つまり、もし原告は被告により開示されない情報が株価に著しく影響を与えることを証明できたら、Fraud-on-the-market 理論に基づいて損害賠償を求めることができる];

*Archdiocese of Milwaukee v. Halliburton*, 597 F.3d 330, 335(5<sup>th</sup> Cir. 2010)[原告が Fraud-on-the-Market 理論を援用するために、不実開示または不開示が証券の市場価格を大きく影響したことを証明しなければならない。従って、われわれは原告がクラス承認の段階において FOTM 推定を引き起こすためには因果関係を立証しなければならないと判断する]。

<sup>575</sup> See *Halliburton I*, *supra* 251.

達から批判の声も上がっていた<sup>576</sup>。もし株価インパクトと損害因果関係を証明する証拠や方法が同じであるなら、Halliburton I 判決と Halliburton II 判決を合わせて考えれば、Halliburton II はその立証責任を被告に負わせる一方、当該立証活動を陪審員による公判段階から裁判官によるクラス承認段階に移すことになると思われる。実務からみれば、クラスが承認されるかどうかによって、裁判の結末がだいぶ違って来るから（クラスが承認されると、だいたいのケースが和解により終結することになる）、このような結果が被告から見れば望ましいかもしれないと思われる<sup>577</sup>。

### 三 Fraud created the Market 理論

前述したように、原告が 10b-5 訴訟の一つの基本的要件である信頼要件を証明する際に、重要事項に関する不開示が問題となる場合の *Affiliated Ute* 推定と効率的な市場における不実開示が問題となる場合の *Fraud-on-the-Market* 理論という二つの反証を許す推定が存在し、原告が主張する推定の適用を裁判所に認められたら、直接的な証拠を用いて具体的な信頼要件を証明しなくても損害賠償を受けることができる。効率的でない市場において不実開示がある場合には、発行会社に関するすべての公開情報がすでに株価に反映されていることを想定することはできないので、原則的に投資家である原告が信頼要件について具体的な証拠を挙げて積極的に証明しなくてはならない。証券が発行できるかどうかという市場性の問題に関係する重大な不実開示がある場合、原告となる投資家が *Fraud-created-the-Market* 理論という信頼要件に関する推定を提案した<sup>578</sup>。株式会社が株式を発行する際に、潜在的な投資家が重要だと認識する可能性のある重大情報を開示しなければならず、この *Fraud-created-the-Market* 理論は SEC がこの開示された情報が不実であること、又は重大な情報が省かれていることを審査できなかった場合、又はゲートキーパーがこれらの問題を発見できずに株式が発行された場合、原告が信頼要件について主張する推定である<sup>579</sup>。

#### 1 *Fraud-created-the-Market* 理論を認めた判例

---

<sup>576</sup> Jill E. Fisch, *The Future of Class Actions: The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton*, 90 Wash. U. L. Rev. 895, 931-32 (2013).

<sup>577</sup> Langevoort, *supra* 436, at 14. しかし、この段階において、どの程度の証明が足りるかは問題である。黒沼・前掲（注 521）。

<sup>578</sup> Peter J. Dennin, Note, *Which Came First, the Fraud or the Market: Is the Fraud-Created-the-Market Theory Valid Under Rule 10b-5?* 69 FORDHAM L. Rev. 2611, 2613(2001); Kaufman & Wunderlich, *supra* 433, at 281.

<sup>579</sup> See Kaufman & Wunderlich, *supra* 433, at 282.

Fraud-created-the-Market 理論を認めた先駆的な判断として知られているのは *Shores v. Sklar*<sup>580</sup>である。本件において、原告は証券ブローカーの意見に従い、被告が発行した収入担保債を購入した。当該債券はトレーナーハウス建設に使われる製造整備のための資金を集めるために発行された債券であり、その償還が一般担保と、収入及びリース契約の締結による取得を目的とする担保により保証されている<sup>581</sup>。当該債券が発行される前に潜在的な投資家に配布するつもりで募集案内書において、多数の重大情報に関する虚偽の内容が含まれていた<sup>582</sup>。トレーナーハウス建設に使われる製造整備の建設が完成したが、被告発行債券の最重要な保証となるリース契約における賃料支払いの債務不履行が発生して当該債券が償還不能となり、間もなく無価値になった。そこで、原告は実際に当該募集案内書を読んでいなかったが、被告が債券を発行するため、又はそれを投資家に取得させるために詐欺的な計画を立てたことを理由に、10b-5 訴訟を提起することになった。

地区裁判所は原告が信頼要件を満たすことはできないということを理由に、原告による 10b-5 主張を認めることはできないと判断した<sup>583</sup>。それに対して、第 5 巡回区控訴裁判所は、地裁は原告が不実開示及び不開示を含む募集案内書を信頼していなかったという一点の理由で主張を否定したことは誤っていると判断し、原告が主張したように、募集案内書作成は被告により練り上げられた詐欺計画の一段階として見るべきであると考えた<sup>584</sup>。「もし原告が被告の詐欺計画が債券を上場させるために、しかも確かに不正に上場させたことを証明できるなら、さらに原告が証券市場における新規発行の公正性 (integrity) を信頼したことを立証できれば、因果関係の必要要素が認められるべきである。原告が募集案内書についての信頼要件を欠いているというのは、計画全体の一つの要素でしかなく、決定的な要素ではない」<sup>585</sup>。そして、この場合の原告の立証責任について、裁判所は「原告が立証しなければならないのは、i 被告らが共謀して債券購入者を騙す目的により、上場資格を有しない証券を上場させたこと、ii 原告は、債券が上場したことを当該債券の誠実性 (genuineness) の標識として、合理的に信頼したこと、iii 当該詐欺的な計画の実施により、原告が損害を被ったこと」である<sup>586</sup>と判示した。簡単にいうと、第 5 巡回区控訴裁判所は、原告は証券市場が上場資格のある証券しか投資家に提供しないことについての信頼を信頼要件と解釈し、原告

---

<sup>580</sup> See *Shores*, supra 427.

<sup>581</sup> *Id.*, at 464-65.

<sup>582</sup> *Id.*, at 464.

<sup>583</sup> *Id.*, at 467.

<sup>584</sup> *Id.*, at 468.

<sup>585</sup> *Id.*, at 469.

<sup>586</sup> *Id.*, at 469-70.

は詐欺がなければ債券そのものは上場できないということを証明できれば、信頼要件が満たされると認めることができると結論づけた<sup>587</sup>。その後、これは **Fraud Created the Market** 理論として知られることになる<sup>588</sup>。

各巡回区の当該理論についての見解は一致していない<sup>589</sup>。**Fraud-Created-the-Market** 理論に賛成したのは第 5 巡回区以外に、第 10 巡回区<sup>590</sup>と第 11 巡回区<sup>591</sup>がある。特に第 10 巡回区控訴裁判所は、**FCTM** 理論の本質は原告が被告の詐欺的な行為を直接に信頼したということより、市場の誠実性を頼りにしたことを信頼要件として認めることであると考え<sup>592</sup>、法的な市場性を有しないことは **FCTM** 理論の前提についての一つの合理的な解釈であると認め、政府規則が市場で発行された債券の合法性を確保するものであるとも認めたが<sup>593</sup>、「この判示は、規則の内容が証券の価値又は募集案内書に含まれる公表内容の誠実性も考慮しているということの意味するわけではなく、一つの投資家保険の仕組みを設けるわけでもない」<sup>594</sup>と判断し、**FCTM** 理論の適用範囲を限定することにした。

---

<sup>587</sup> Kaufman & Wunderlich, *supra* 433, at 282.

<sup>588</sup> Brodsky & Adamski, *supra* 258, at 931.

<sup>589</sup> Kathleen Cassidy, *Validity of the Fraud-Created-the-Market Theory of Establishing Reliance in a Private Action for Damages Under Rule 10b-5*, 80 U. Cin. L. Rev. 1025, 1025, 1030-44 (2012).

<sup>590</sup> T. J. Raney & Sons, Inc. v. Fort Cobb, Okla. Irrigation Fuel Auth., 717 F.2d 1330(10<sup>th</sup> Cir. 1983)[本件は証券ブローカー・ディーラーである原告が債券発行者である被告に対して 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて訴えを提起した事件である。当該債券の発行目的は被告がガス供給設備の建設又は取得に必要な資金を取得するためであるが、当該債券が発行されてから間もなく償還不能となった。原告は被告が債券発行から取得した資金を発行目的のために使っていなかったことを主張し、顧問弁護士が債券発行の法的有効性と不当な発行目的を債券発行意見書に適切に記載しなかったことにより、当該債券の発行が違法であると主張した]。

<sup>591</sup> Ross v. Bank South, N.A., 885 F.2d 723(11<sup>th</sup> Cir. 1989)[債券発行者である被告が高齢者向けの住宅と医療設備の建設資金を集める目的で非課税債券を発行したが、事実上この住宅と医療設備から得られる収入は当該プロジェクトを運営することができず、債券も償還不能となった。債券発行の際に開示された資料を読んでいなかった原告は、被告が偽計を用いて債券を発行したから、当該債券は市場性を有しないと主張し、10b-5 訴訟を提起することにした。裁判所は原告により主張される **FCTM** 理論の有効性を認めたが、原告主張を認めなかった]。

<sup>592</sup> See T. J. Raney, *supra* 590, at 1332.

<sup>593</sup> *Id.*, at 1333.

<sup>594</sup> *Id.*

FCTM 理論の有効性を認める巡回区裁判所は 10 条(b)項及び規則 10b-5 の信頼要件について、FOTM 理論は投資家が株価の誠実性に信頼することを認めると同様に、市場性に信頼することも認めた。各巡回区裁判所の判断を分析すると、この市場性にも三つの種類があり、一つは経済的な市場性であり、一つは法律的な市場性であり、もう一つは規則手続の誠実性である<sup>595</sup>。第 5 巡回区控訴裁判所は *Abell v. Potomac Insurance Co.*<sup>596</sup>において、被告会社が実際ビジネスを営むつもりはないので、それ自体が市場性を有しないと知りながら証券を発行したから、原告が当該市場性を信頼したことを認め、FCTM 理論の適用を認めた。それに対して、第 10 巡回区控訴裁判所<sup>597</sup>と第 11 巡回区控訴裁判所<sup>598</sup>は発行会社の経済的な市場性より、発行証券の経済的な市場性を FCTM 理論適用のポイントとして考えた。法律的な市場性に関しては、第 10 巡回区控訴裁判所が判断を下した *T.J. Raney & Sons, Inc.*<sup>599</sup>がその典型である。つまり、会社が証券を発行するなら、当該会社又は証券が合法的でなければならないということを投資家が信頼したということを認める考えである<sup>600</sup>。規則手続の誠実性を認める裁判所は第 9 巡回区控訴裁判所<sup>601</sup>しかなく、これは投資家が直接的又は間接的に証券発行手続を進行する際に必ず経らなければならないプロセスの誠実性を信頼した結果、損害を被ったことを認める考え方である<sup>602</sup>。そして、当該 FCTM 理論も信頼要件についての推定として認めているから、*Affiliated Ute* 推定と FOTM 理論と同様に、反証する余地が認められている<sup>603</sup>。具体的には、経済的な市場性について、被告は発行会社又は発行証券が価値を有することを証明することで、推定を覆すことができ、法律的な市場性について、被告は発行会社が企業内コンプライアンスを遵守することを証明することで、推定を覆すことができる<sup>604</sup>。

## 2 Fraud-created-the-Market 理論を否定した判例

第 3、第 6 及び第 7 巡回区は FCTM 理論について消極的な態度を取っている<sup>605</sup>。この中、第 7 巡回区控訴裁判所により下された *Eckstein* 判決はこの Fraud-Created-the-Market 理論を否定した初めての判例である。 *New World*

<sup>595</sup> Kaufman & Wunderlich, supra 433, at 282-87.

<sup>596</sup> *Abell v. Potomac Ins. Co.*, 858 F.2d 1104, 1122(5<sup>th</sup> Cir. 1988).

<sup>597</sup> See Joseph, supra 153, at 1165.

<sup>598</sup> See Ross, supra 591, at 743.

<sup>599</sup> See *T.J. Raney*, supra 590.

<sup>600</sup> Kaufman & Wunderlich, supra 433, at 286.

<sup>601</sup> *Arthur Young & Co. v. District Court*, 549 F.2d 686, 695(9<sup>th</sup> Cir. 1977).

<sup>602</sup> Kaufman & Wunderlich, supra 433, at 286-87.

<sup>603</sup> *Id.*, at 283.

<sup>604</sup> *Id.*

<sup>605</sup> *Eckstein v. Balcors Film Investors*, 8 F.3d 1121(7<sup>th</sup> Cir. 1993); *Ockerman v. May Zima & Co.*, 27 F.3d 115(6<sup>th</sup> Cir. 1994); See Malack, supra 433.



社は低予算映画の制作・発行に携わる会社であり、事業拡大を図るために BEC 社や BFI 社に対して収入の分配を約束する代わりに資金の提供を求めていた。BFI 社が SEC に対して組合権利を登録し、公衆発行を実施することになった。BFI 社は 5000 万ドルを集める計画を立て、計画が達成されるまでに投資家達に払戻をしないと約束した。募集期限内において予定の最低額が達成できなかったため、当初の 5000 万ドルを 3500 万ドルに変更し、結局当該募集を終了する際に 4800 万ドルを集めていた。しかし、3 年後に New World 社の映画が失敗し、BFI 社が投資家に対して当初投入した元金は全額回収することができないかもしれないと告げていたところ、投資家が BFI、New World は当該プロジェクトの他の参加者に対して 10b-5 訴訟を提起することになった<sup>606</sup>。BFI が集金下限を 3500 万ドルに変更して二回目の募集を行なう際に目論見書も添付したが、原告の主張によると、当該目論見書には New World 社の経営状況が芳しくないことや、法律紛争に巻き込まれている最中であること等の重大事項が含まれていない<sup>607</sup>。

原告団の一部は、当該目論見書を見ていなかったため、信頼要件に関する Fraud-created-the-market 理論の適用を主張することになった。本件において、FCTM 主張に関連する重要ポイントは、BFI が本件証券を発行する前に設定した 3500 万ドルの最低募集額のことであり、この最低募集額は投資家に当該プロジェクトが成功することを確信させるために設定したものであるが、上記の重大事項に関する正確な情報が含まれる目論見書を投資家に見せたら、3500 万ドルの最低募集額を達成することができず、当該証券をすでに購入した原告にも当初に投入した元金の払戻を受けることができる。当該目論見書を見なかった原告でも、目論見書に含まれる不実開示と不開示が原因で、自分が損害を被ったと主張した<sup>608</sup>。

第 7 巡回区控訴裁判所は当該主張を認めておらず、「発行会社や証券に関する消極的な情報をすべて開示することは、証券の価格に影響することにはなりうるが、証券の流通可能性を奪うことにならない。倒産会社の証券は自由に取引され、低額株を専門に取り扱う市場もある。従って、Shores 判決の要は、悪い情報を開示することは証券の流通可能性を奪うことになり、投資家が虚偽の目論見書についての信頼と同様に、投資家は証券が流通されていることについての信頼も認めることである」<sup>609</sup>と、Fraud-Created-the-Market 理論に対する反対の理由を述べた。

---

<sup>606</sup> See Eckstein, *supra* 605, at 1123.

<sup>607</sup> *Id.*, at 1125.

<sup>608</sup> *Id.*, at 1130.

<sup>609</sup> *Id.*, at 1131.

Fraud-Created-the-Market 理論をより全面的に批判した判例は第 3 巡回区控訴裁判所が判断を下した *Malack v. BDO Seidman, LLP* である<sup>610</sup>。ABFS

(American Business Financial Services) 社は信用度の低い買手やサブプライム買手に対してサブプライムローンを提供する融資専門会社であり、投資家である原告は ABFS が発行した譲渡禁止手形を購入した。サブプライムローン危機が発生する際に、ABFS 社が倒産し、当該譲渡禁止手形が無価値となった<sup>611</sup>。ABFS の会計士は ABFS が本件譲渡禁止手形を SEC に登録する際に無限定意見書を提供したので、原告が ABFS に対して 10b-5 訴訟を提起することになった<sup>612</sup>。原告の主張によると、被告により提供された無限定意見書はないなら、ABFS 社が本件手形を発行することはできず、当該譲渡禁止手形は市場性を有しないことになる。そして、この無限定意見書には ABFS の経営状況に関して重大な不実情報も含まれている。原告団の中の一部は、本件譲渡禁止手形を購入する前に当該無限定意見書を含む ABFS の登録書類を見ていなかったため、クラス承認を得るために裁判所に対して *Fraud-created-the-Market* 理論の適用を主張した<sup>613</sup>。

それに対して、第 3 巡回区控訴裁判所は FCTM 理論の適用を i 信頼要件に関する推定としての合理性と ii 政策的な考慮から全面的に否定した上、本件原告主張を具体的に分析した。裁判所はまず FCTM 理論の要である市場性を有しないことについて分析を加え、法的市場性、経済的な市場性と事実的な市場性という三つの概念の区別ははっきりしておらず、「当該理論は推定を創造するための基本的な根拠を欠いている」と判断した。次に、Basic 判決を引用し、「公正性、公共政策性、蓋然性及び訴訟経済についての考慮は推定創造の基礎であり」、しかも当該推定は一般常識と一致するかどうかと、当事者間の立証責任の不均衡なども考慮しなければならないと判示した。

「*Fraud-created-the-Market* 理論は、証券が市場から入手可能であることは証券の外見上の誠実性を示す徴候であるという推測の上に成り立ち」、原告は当該推測が一般常識と一致し、かつ蓋然性を有することを主張した。裁判所はそれに反対し、「証券が市場から入手可能であることは証券の外見上の誠実性を示す徴候であるなら、詐欺の防波堤のような証券上場のプロセスに参加する者が存在しなければならない。しかし、このような証券上場プロセスに関与する者は、当該証券には詐欺的な要素がないということを保証するわけではない」<sup>614</sup>と評価し、FCTM 理論は一般常識と一致していないと結論づけた。さらに、蓋然性について、裁判所は「実証研究と経済的理論に支持さ

---

<sup>610</sup> See *Malack*, supra 433, at 743.

<sup>611</sup> *Id.*, at 743-45.

<sup>612</sup> *Id.*, at 744.

<sup>613</sup> *Id.*, at 745.

<sup>614</sup> *Id.*, at 749-50.

れている **Fraud-on-the-Market** 理論と違って、**Fraud-created-the-market** 理論にはこのような根拠はいずれもない・・・もし彼が主張する蓋然性に関する信頼要件の基礎は、ほとんどの上場証券が法的な市場性を有するから、市場に出されたすべてのものは詐欺に汚されていないという推定であるなら、原告がすべての証券詐欺事件の信頼要件を除くような投資家保険を主張することになる。証券を購入した投資家であれば、だれでも当該証券は市場より購入できることを理由に、**10(b)**の信頼要件を証明することができ<sup>615</sup>、このような保険は、SEC の権限を拡張することになるとして原告の主張を否定した。

最後に、第3巡回区控訴裁判所が政策目的の観点から **Fraud-created-the-Market** 理論の合理性を分析し、**Fraud-created-the-market** 理論は「自ら何の注意も払わない者の損害回復請求を認めることになる。たとえ何があろうと、証券が市場に存在することは **10(b)**の信頼要件を十分に証明できるから、投資家が情報開示を調べる必要はなくなる」<sup>616</sup>事態を生じ、政策的な考慮から見れば、当該制度が明らかに望ましくないものであると判示した。

**Fraud-created-the-Market** 理論についての各巡回区の考え方は以上において紹介した通りである。現在の時点において、連邦最高裁判所がまだこの問題に対して、はっきりした判断を下していないので、これについての議論は今も続いている。近年において、第3巡回区裁判所が **Malack** 事件において下した判断のように、**Fraud-created-the-Market** 理論を批判する傾向があるが、公共政策性、公平性、又は証券法の目的などの観点から、**Fraud-created-the-Market** 理論を信頼要件に関する推定として支持する学説<sup>617</sup>もあり、この問題についてはこれからの裁判例の集積が期待される。

#### 四 小括

本章第一節で論じた通り、アメリカは不実開示民事規制の実効性を上げるために、集団訴訟制度を証券訴訟に導入することにした。それ以降、33年法11条訴訟と34年法10b-5訴訟による投資家の権利救済が盛んになった。34年法18条(a)項は流通市場における法定書類の不実開示を規制する明示的な規定であり、34年法10条(b)項及び規則10b-5とは規制対象や、被告の主観的な要件などいろいろな点で異なっているが、最も大きな違いは信頼要件という法的要件である。原則として、34年法10条(b)項及び規則10b-5は18条(a)項と同様に、投資家が不実開示を直接に聞いてから、または見ながら投資判断をしたことを証明しなければならない。しかし、そうしたら集団訴訟

---

<sup>615</sup> Id, at 751-52.

<sup>616</sup> Id, at 753.

<sup>617</sup> Kaufman & Wunderlich, supra 433, at 305-20.

の形で訴えを提起する投資家は、クラスに属する一人一人の原告には共通の信頼要件を有することを証明しなければならなくなり、それは明らかに原告に非現実の負担をかけることになるから、34年法10条(b)項及び規則10b-5と集団訴訟の制度趣旨が没却されることになる。連邦最高裁判所が一連の判例法理において原告の立証責任を軽減する信頼要件に関する推定を確立した。

本款はアメリカに存在する三つの信頼要件に関する推定の理論的發展や特徴について考察を加えた。Affiliated Ute 推定（略称：Ute 推定）は、発行会社や発行証券に関わる重大事項が開示されない場合に、原告投資家に認める信頼要件に関する推定であり、Fraud-on-the-Market 理論（略称：FOTM 理論）は、効率的な市場理論を下に、不実開示が証券の市場価格を通じて原告投資家に損害を与えたことを認める推定であり、Fraud-created-the-Market 理論（略称：FCTM 理論）は、証券の市場流通可能性に対する信頼を認める推定である。このうち、Ute 推定と FOTM 理論は連邦最高裁判所により認められたものであり、FOTM 理論は最も一般的に使われている信頼要件に関する推定であり、現代アメリカ 10b-5 訴訟の一番大きな特徴であると言われていた。しかし、上記の分析やアメリカの実務状況から見れば、FOTM 理論は原告投資家側に強い保護を与えていることが明らかであるから、裁判官によるクラス承認や略式判決の段階を過ぎたら、陪審員による公判において被告会社の立場が圧倒的に不利になるので、発行会社やその役員が責任の認定や訴訟によるダメージを回避するために、和解を選択することがほとんどの場面である。10条(b)項及び規則10b-5の法的要件の具体的な解釈問題について詳しい分析判断はほぼなく、アメリカ流通市場における不実開示の民事規制現状を考察するために、信頼要件は絶対避けられない問題であると考えられる。

その場合、発行会社が不実開示について責任を負うことが合理的であるかどうかに関わらず、和解金を負担するのは発行会社及びその残存株主である。このような信頼要件に関する推定が発行会社に大きな負担をかけていると言わなければならないと思われる。流通市場における不実開示訴訟が生じる利益移転や発行会社に不実開示責任を負わせる民事規制の抑止能力などの観点からみれば、このような和解金により不実開示訴訟コストを発行会社及びその残存株主に転嫁することが不合理であり、FOTM 理論を廃棄する批判も有力である。しかし、連邦最高裁判所が近時の一連の判例により、FOTM 理論の再構成を試みたが、保守的な態度を取ることから見て、10b-5 民事訴訟の不実開示規制としての役割を完全に否定するわけではないと思われる。

### 第3節 本章の小括

投資家救済の観点から見れば、流通市場における不実開示についての損害賠償責任を発行会社に求めることが最も望ましいかもしれない。しかし、不実開示により発生する投資家間の利益移転、及び発行会社をターゲットにする不実開示訴訟により発生する利益移転の本質を分析すれば、一番目の利益移転が投資家間に行なわれることで、不実開示が発行会社や社会に与える不利益を考慮しないなら、社会全体の純損失がゼロになるだけではなく、誰がそれにより損をしたのか、または誰がそれにより得をしたのかはランダムなことである一方、二番目の利益移転が不実開示に影響された取引に参加しなかった発行会社の残存株主から、不実開示より損をした投資家に移転することになるから、不実開示と不実開示訴訟を合わせて考えれば、不実開示から最終的な負担を負うのは無実な残存株主であることが明らかである。不実開示が発行会社に齎す利益と不実開示の発覚が発行会社に齎す不利益を比較すると、役員が発行会社及び株主利益最大化のために不実開示を行なうことは合理的ではないと思われる。不実開示を行なうインセンティブの低い発行会社に、一部の市場投資家が不実開示から被った損失を補填することは合理性を欠いていると言わなければならない、それにより実現できる抑止効果も疑わしいと思われる。

アメリカでは、不実開示民事規制の実効性を上げるために、1960年代に集団訴訟制度を証券訴訟分野に導入しただけではなく、34年法10条(b)項及び規則10b-5が黙示的な私的訴訟原因として認められてから、裁判所が原告投資家に親和的な法的要件解釈を判例法理により確立した。その中で、最も典型的な例はBasic判決により確定された信頼要件に関するFOTM理論であると思われる。しかし、これらの法改正や判例法によって、10b-5訴訟が非常に簡単に提起できるようになる一方、集団訴訟の賠償額が巨額であること、ディスカバリー手続において発行会社が原告の開示要請に従って内部情報も開示しなければならないこと、重大性要件や因果関係などに関する複雑な立証活動を陪審員による公判段階に置かせることで被告敗訴のリスクも高くなること、不実開示和解金がD&O保険によりカバーされることなどが原因で、発行会社が訴訟前の段階に和解を選択することがほとんどの場面である。アメリカにおいて終局判決により10条(b)項及び規則10b-5の法的要件について詳しい判断を加えた裁判例が非常に少なく、原告が誰をターゲットにして訴訟を提起したかにかかわらず、10b-5訴訟の不利益を最終的に負担するのは発行会社であると考えられる。従って、10条(b)項及び規則10b-5の法的要件を如何なる方式で解釈するかを問わずに、それにより行なわれているのは発行会社と投資家の間の利益調整であると思われる。つまり、裁判所は原

告に親和的なアプローチにより法解釈を行なったら、10b-5 訴訟が容易に提起されることになり、発行会社の負担が多くなり、裁判所は 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件を厳しく解釈すれば、発行会社の負担も軽減されることになる。筆者が本章において、アメリカの裁判実務に着眼し、訴訟前の段階において 10b-5 訴訟の行方について最も重要な役割を果たしているサイエンタ、重大性要件及び信頼要件に関する判例法理を整理した上で、現代アメリカ流通市場における不実開示規制の下で、発行会社がいなくなる 10b-5 リスクを負担しているかについて考察を加えた。

第 3 章で整理した通り、不実開示訴訟が起こした利益移転問題や、抑止力の不十分などの観点から、多くのアメリカ証券法研究者は現行の 10b-5 訴訟制度に批判を加え、特に原告に手厚い保護を与える信頼要件に関する FOTM 理論を廃棄することを主張する者が少なくない。これらの批判を踏まえて行なわれたのは、1995 年の PSLRA である。具体的に言うと、PSLRA において①サイエンタの提訴要件が引き上げられることにより、原告が 10b-5 訴訟を提起するハードルが高くなる反面、被告会社による訴え却下の申立てが裁判所により認められるチャンスも高くなり、②将来予想に関する記述が重大性を有する情報開示の範囲から廃除されることにより、10b-5 訴訟の規制範囲が引き締められると同時に、被告会社が勝訴の略式判決を勝ち取る確率も高くなることが考えられる。さらに、近年においては、裁判所が被告会社に親和的なアプローチを取る傾向があり、Halliburton II 判決が下される前に、連邦最高裁が Basic 判決による確立された信頼要件に関する FOTM 理論を廃止するのではないかという声が高まり、2013 年から 2014 年の 10b-5 訴訟の和解金額は PSLRA が実施されて以来の史上最低レベルに至ることが明らかである<sup>618</sup>。しかし、連邦最高裁が学界や実務界の批判を考慮する一方、保守的な態度を取りながら、株価インパクトについての立証活動を FOTM 理論に対する適切な反証方法として認め、訴訟前の段階において訴訟当事者の力関係を再調整したと思われる。当該調整がアメリカ 10b-5 訴訟の状況、または発行会社の 10b-5 訴訟負担をどう変えて行くのかはこれから裁判例の集積に期待する。

---

<sup>618</sup> Comolli & Starykh, *supra* 171.

## 第5章 流通市場における第二次的な 10b-5 責任

### 第1節 総論

第3章で整理した通り、現代のアメリカで証券投資家の性質から分析すれば、多くの投資家が投資利益を分散するために、多数の会社に分散して証券投資を行なっている。流通市場の不実開示を規制する 10b-5 訴訟は発行会社に残存する投資家から、不実開示に影響された証券取引から損害を被った投資家への利益移転を生じるだけではなく、多くの分散投資家の自己への利益移転を生じる可能性も大きい。従って、証券市場全体から見れば、不実開示が生じる純損失がゼロであるにもかかわらず、大きなコストに伴う 10b-5 訴訟が発行会社や証券投資家に新たな負担を与えることになる。証券市場の外にある者に対して損害賠償を求めなければ、不実開示訴訟により生じる投資家間の利益移転を解決することができない。その具体例として、不実開示書類の作成に関与した弁護士や監査法人などのゲートキーパー、不実開示計画を教唆した経営アドバイザー、不実開示を知りながら幫助的な役割を果たした投資銀行、さらには不実開示計画を知った上で計画の一環として参加した取引相手などが挙げられる。34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 は流通市場における不実開示責任を広くカバーする一方で、各責任主体に対しても区別を付けずに、すべては同じ法的要件を規制することになる。理論上、不実開示に関わった者であれば、10 条(b)項及び規則 10b-5 により責任を追及されることが可能であると考えられる。これらの者は古くから第二次的な不実開示責任者と呼ばれている<sup>619</sup>。

第二次的な責任に関する判例法理の形成に大きな影響を与えた<sup>620</sup>Fischel の論文では、第二次責任を幫助・教唆責任 (aiding and abetting)、共謀者責任 (conspiring)、上位者責任 (respondeat superior) という三つの種類に分けることにした<sup>621</sup>。流通市場における幫助・教唆責任と共謀者責任は一般的な証券詐欺行為として 10 条(b)項及び規則 10b-5 により規制されているのに対して、上位者責任にはそれ以外にも、33 年法 15 条と 34 年法 20 条(a)項を適用できると考えられる。しかし、この二つの法文の下で、被告は証券法違反者に対して合理的な内部監督を行なったことを証明できれば責任規制から逃れることができ<sup>622</sup>、投資家はその責任を追及するために証券法に違反した第

---

<sup>619</sup> Daniel R. Fischel, Secondary Liability Under Section 10(b) of the Securities Act of 1934, 69 Cal. L. Rev. 80-82(1981).

<sup>620</sup> Langevoort, supra 69, at 946-47.

<sup>621</sup> Fischel, supra 619, at 81-82.

<sup>622</sup> Securities Act of 1933 § 15, 15 U.S.C. § 77o (2006); Securities Exchange Act of 1934 § 20(a), 15 U.S.C. § 78t(a) (2006); Murdock, supra 67, at 393. 34 年法 20 条

一次的な責任者も存在しなければならない<sup>623</sup>。投資家が上記二つの条文に認められる被告の抗弁を回避するために、コモン・ロー上の上位者責任

(*respondeat superior*) を用いて第一次的な 10b-5 責任者と支配関係にある第二次的な行為者に対して 10b-5 責任を追及するようになった<sup>624</sup>。しかし、Fischel は当該論文において、立法当時に民事訴訟に適用することを予想しなかった 10 条(b)項及び規則 10b-5 に対して、裁判所は法律文言を厳格に遵守して民事訴訟に適用すべきだと主張し、このコモン・ロー法理から発展してきた第二次的な 10b-5 民事責任について批判的な態度を取った<sup>625</sup>。

しかし、不実開示訴訟が生じる利益移転問題や抑止力の不十分の問題を解決するために、不実開示者に幫助・教唆的な働きかけをしたことにより不実開示に関与した者に 10b-5 責任を課すことで、10b-5 訴訟の損害賠償目的や抑止目的がよりよく達成できるのではないかと考えられる。特に情報開示における発行会社と緊密な関係を有するゲートキーパーについて、流通市場における不実開示に対する最適な民事責任制度の設計について議論する際に、これらの者を不実開示民事責任規制の責任主体とする制度設計の合理性と実用可能性を論じる研究も盛んであり、投資家保護という観点から、それぞれ違う責任規制の提案をしている。しかし、連邦最高裁判所はいくつかの重要判断において、10b-5 民事訴訟が齎す問題を指摘し、ゲートキーパーだけではなく、すべての第二次責任者を 10b-5 民事訴訟の規制範囲から排除するようなアプローチを取った。本論文はこれらの重要判例を支点にし、第二次責任に関する判例法の輪郭を明らかにしたい。発行会社に何らかの働きかけをしたことにより不実開示に関与した第二次的な行為者の民事責任に関する判例法の変遷について考察を加える。

## 第 2 節 第二次責任に関するアメリカ判例法理の変遷

### 第 1 款 Central Bank 判決<sup>626</sup>以前の第二次責任

---

によれば、原告が支配者の責任を追及するために当該支配者が非支配者に 10b-5 違反行為をするように唆したと証明しなければならない。

<sup>623</sup> Langevoort, *supra* 69, at 948.

<sup>624</sup> Fischel, *supra* 619, at 86. アメリカ上位者責任法理の下で、被雇用者が雇用範囲内において行なった不適切な行為に対して、雇用者は厳格責任を負うことになり、33 年法 15 条と 34 年法 20 条に許される *good faith* 抗弁を使うことはできない。

<sup>625</sup> Fischel, *supra* 619, at 91-98.

<sup>626</sup> See Central Bank, *supra* 88.



## 一 第二次責任に関する判例法理

1994年以前においては、裁判所は証券の発行会社とその役員等、重大情報に関する不実開示・不開示を含む情報開示をした第一次的な責任者

(principal) だけではなく、不実開示を知らながら、不実開示の内容作成や不実開示の計画に関与した二次的な行為者も 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 民事責任の規制対象に含めていた。そして、その中で最も注目を集められている典型的な第二次責任者は、不実開示内容作成に常に重要な役割を果たしている監査法人、弁護士などのゲートキーパーである。1963 年の *Pettit v. American Stock Exchange*<sup>627</sup>において原告側弁護士が初めて第二次行為者の幫助・教唆責任を主張した<sup>628</sup>。そして、インディアナ南部地方裁判所は 1966 年の *Brennan v. Midwestern*<sup>629</sup>において当該責任を正式に認めることにした。それ以降、10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づく幫助・教唆者の民事責任が裁判所に一般的に認められるようになった<sup>630</sup>。さらに、裁判所は第二次責任を認定する際に刑法上の幫助・教唆犯の概念を参照し、i 証券取引法違反行為を行った第一次責任者が存在すること、ii 第二次責任者は当該証券取引法違反行為を知っていること（又は知らないことについて重過失があること）、iii 第二次責任者は当該証券取引法違反行為について実質的な幫助を加えたことという三つの要件についての立証責任を原告側に課していた<sup>631</sup>。し

---

<sup>627</sup> *Pettit v. American Stock Exchange*, 217 F. Supp. 21, 28 (S.D.N.Y. 1963)[本事件において、原告は詐欺的な株式発行に関与する銀行と個人役員及びアメリカ証券取引所に対して、発行会社を幫助・教唆した責任を追及した]。

<sup>628</sup> Jennifer J. Johnson, *Secondary Liability for Securities Fraud: Gatekeepers in State Court*, 36 Del. J. Corp. L. 463, 470, n29(2011).

<sup>629</sup> *Brennan v. Midwestern United Life Ins. Co.*, 259 F. Supp. 673, 680-681 (N.D. Ind. 1966)[本事件において、原告投資家が株式仲介会社を通じて被告の株式を購入したが、当該株式仲介会社が原告から収集した資金を不当に使用し、投資家に対して予定日に株券を交付できなかったことについて虚偽の説明をしていた。それに対して、原告は被告が当該株式仲介会社の行為を知っているにもかかわらず、SEC に報告していなかったことを理由に、10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて被告の幫助・教唆責任を追及した。裁判所は 10 条(b)項及び規則 10b-5 の文言を広く解釈し、10 条(b)項及び規則 10b-5 の黙示的な民事責任規制範囲を教唆・幫助責任者まで拡大した]。

<sup>630</sup> Fischel, *supra* 619, at 84.

<sup>631</sup> Elizabeth Cosenza, *Is the Third Time the Charm? Janus and the Proper Balance Between Primary and Secondary Actor Liability Under Section 10(b)*, 33 *Cardozo L. Rev.* 1019, 1034 (2012)[Cosenza は本論文において David J. Baum, *The Aftermath of Central Bank of Denver: Private Aiding and Abetting Liability Under Section 10(b) and Rule 10b-5*, 44 *Am. U. L. Rev.* 1817(1995)を引用していた。Baum は *Central Bank* 判決以前における教唆・幫助者の民事責任について四つの基本的な要素を纏めていたが、本論文では三つに絞ることにした]。

かし、1994年前の判例を見ると、第一次責任と第二次責任の境界線は明確ではなく、同じ被告が同時に第一次責任者と第二次責任者として認められる例もしばしば見られている<sup>632</sup>。さらに分析すると、その中で証券取引法に違反して証券詐欺をした者に融資する銀行など資金を提供した者が、第一次責任者が当該取引を使って詐欺を図る目的又はその可能性を認識しているにもかかわらず幫助を加えたことを理由にその第二次的な責任を認めたタイプが多いことは、当時の第二次責任に関する判例法理の一つの特徴であり、裁判所は規則 10b-5(b)と(a)(c)との区別を言及せずに適用することはもう一つの特徴である<sup>633</sup>。このような状況を踏まえて、証券法研究者は実務上最も第二次責任者として追及されやすいゲートキーパーが不実開示に果たす役割を分析し、これらの者を規制対象にする制度が妥当かどうかについての議論が活発になされた。

## 二 ゲートキーパーの第二次責任に関する論争

証券市場に参加する投資家が投資判断を決める際には、発行会社により発信された情報しか頼れないが、一般的な投資家にとって、証券の特質を見分けて情報の信憑性を判断することはきわめて難しい。そこで、投資家の情報コストをカットするために、証券の価値を分析し、発行会社による発信された情報の正確性を審査する当事者ではない仲介役が必要となるが<sup>634</sup>、当該仲介役というのはその個人の評判を用いて証券の価値を担保する者であると定義された<sup>635</sup>。投資銀行、会計士、弁護士や、証券アナリストなどの専門家が、会社情報開示の正確性を保証することや、査定する仕事をするにより証券詐欺を防ぐという証券市場のゲートキーパーの役割を果たしている<sup>636</sup>。これらの者の存在が情報コストをカットすることで、発行会社に関する情報をより広く正確に広げることができ、これらの情報を市場価格に織り込むことにより市場をより効率的にさせることもできる<sup>637</sup>。会計士や弁護士などの専

---

<sup>632</sup> Alan R. Bromberg & Lewis D. Lowenfels, Aiding and Abetting Securities Fraud: A Critical Examination, 52 ALB. L. REV. 637,640,662 (1988).

<sup>633</sup> Peter M. Saporoff & Breton Leone-Quick, The Future of Secondary Actor Liability Under Section 10b, 29<sup>th</sup> Annual Advanced ALI-ABA Course of Study, 1 (May 13-14, 2004).

<sup>634</sup> Gilson & Kraakman, *supra* 443, at 613-621.

<sup>635</sup> Victor P. Goldberg, Accountable Accountants: Is Third-Party Liability Necessary?, 17 J. Legal. Stud. 295(1988); Richard A. Epstein, Beyond Foreseeability, Consequential Damages in the Law of Contract, 18 J. Legal Stud. 105(1989).

<sup>636</sup> Fischel, *supra* 619, at 107-108; John C. Coffee, Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms, 84 B.U.L. Rev. 301, 302(2004).

<sup>637</sup> Michael P. Dooley, The Effects of Civil Liability on Investment Banking and the New Issues Markets, 58 Va. L. Rev. 776, 794-95(1972); Ronald J. Gilson, Value

門家にゲートキーパーとして役割を果たしてくれることを期待する理由は、一般的な企業と違って、これらの専門家は経済価値を生む資産や事業を持たず、高度の専門知識と長年かけて築かれた評判を用いて利益を得ているので、不実開示から大した利益は得られないのに、大きなリスクを冒すまで不実開示に加担してこの評判を傷つけることは合理的ではないと考えられる<sup>638</sup>。

しかし一方、コンサルティング業務など本業以外の業務を兼任することによりゲートキーパーの独立性が低下し、発行会社経営陣からこれらの業務収入の減少や業務から解任されるプレッシャーを感じることに加え、バブル時代においては、投資家はゲートキーパーの機能をあまり重視しないから、専門家達は当該機能をきちんと果たさなくても法的コストが低いから、発行会社の不正に積極的な関与や黙認を行なうことは問題とされていた<sup>639</sup>。さらに、すでに紹介した通り、1980年代からSECが統合開示制度と一括登録制度を採用することで、証券発行会社により取られる主な情報発信手段が発行開示から継続開示に変わるようになり、情報発信の手段も多様化になりつつあり、大規模な発行会社は34年法に定められる報告書を参照方式により登録届出書に組み込んで提出することができるから、ゲートキーパーがデュー・ディリジェンスに費やせる時間が大幅に短縮される一方、その作業の難度も相当に引き上げられたことになる<sup>640</sup>。従って、専門家達が不実開示を抑制するゲートキーパーの機能を果たすことにどれほど期待できるか、不実開示への関

---

Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing, 94 Yale. L. J. 239, 288-93(1984); Gilson & Kraakman, supra 443, at 620; Howell E. Jackson, Reflections on Kaye, Scholer: Enlisting Lawyers to Improve the Regulation of Financial Institutions, 66 S. Cal. L. Rev. 1019, 1049-72(1993); Stephen Choi, Market Lessons for Gatekeepers, 92 Nw. U. L. Rev. 916, 934-49(1998).

<sup>638</sup> Coffee, supra 636, at 309; John C. Coffee, The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC, 103 Col. L. Rev. 1293, 1298 (2003)[この論文では証券弁護士がゲートキーパーとしての役割を中心に論じた。弁護士は問題を発見するならば、取引の進行や行政手続の承認を阻止する或は遅延させることができる一方、SECに提出された発行登録届出書の発効を阻むこともできる]; 仮屋広郷「米国企業会計改革法と法曹倫理—アメリカにおける証券弁護士のゲートキーパー規制と守秘義務をめぐる議論からの示唆—」一橋論叢 135号1号25頁(2006)、釜田薫子「米国会社の法遵守における弁護士の役割(一)(二・完)—エンロン事件が与えた影響について—」大阪市立大学法学雑誌 51巻3号1頁(2005)、53巻2号138頁(2006)、野田耕志「米国のゲートキーパー責任の理論と我が国の引受証券会社の責任」上智法学論集 56巻4号79頁(2013)。

<sup>639</sup> Coffee, supra 636, at 321-23; 田中慎一「公認会計士・監査法人の法定監査における不正の抑止に関する一考察」西南学院大学法学論集 40巻3・4号292~293頁(2008)。

<sup>640</sup> 野田・前掲(注638)68頁。

与コストを引き上げる方法としてゲートキーパーに厳しい不実開示責任を負わせることが妥当であるかなどは大きな課題であり、エンロン事件など大規模企業の不祥事をきっかけに、ゲートキーパーの民事責任規制のあり方について、研究者間の論争が一層盛んになった。

例えば、ゲートキーパーにデュー・ディリジェンスに最大の努力を図るインセンティブを与えるため、ゲートキーパーに無過失責任を課すと同時に、それにより情報開示コストも高く引き上げられることや、莫大な不実開示責任額がゲートキーパーを倒産に追い詰めることを防ぐため、契約により又は年間報酬額に照らして責任限度額を設ける提案をする学説がある<sup>641</sup>。一方、現代の証券訴訟スケールから考えてみれば、ゲートキーパーはそれほどの資金力を有しないことや、ゲートキーパーが不実開示から直接的な利益を得ることは考えにくいことや、大きなリスクを冒すまで不実開示に加担するインセンティブが少ないことなどを理由に、流通市場も発行市場の場合と同じように、ゲートキーパーにデュー・ディリジェンスの抗弁を認め、立証責任の転換された過失責任を設定する制度設計を主張する学説もある<sup>642</sup>。他にも、複数の専門家が関係し合いながら、相互に依存してゲートキーパーとしての役割を果たすことを重視し、注意監視のコストと責任コストを比較した上で連帯責任に基づく過失責任制度を設けることを提案する学説<sup>643</sup>や、各ゲートキーパーの特質、情報開示に果たせる役割や能力などを考慮して、投資銀行や証券弁護士など特定のゲートキーパーを中心に責任設定を図るアプローチを主張する学説も数多くある<sup>644</sup>。しかし、議会が成文法により法改正を行な

---

<sup>641</sup> Frank Partnoy, *Corporate Accountability: Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime*, 79 Wash. U. L. Q. 491, 540-46 (2001); Coffee, *supra* 636, at 345-53; 野田・前掲 (注 638) 69-71 頁。

<sup>642</sup> Assaf Hamdani, *Gatekeeper Liability*, 77 S. Cal. L. Rev. 53(2003).

<sup>643</sup> Andrew F. Tuch, *Multiple gatekeepers*, 96 Va. L. Rev. 1583 (2010).

<sup>644</sup> Choi, *supra* 637[証券引受人の役割を重視し、厳格責任を課すべきであると主張した]; James D. Cox, *The Fundamentals of an Electronic-Based Federal Securities Act*, 75 Wash. U. L. Q. 857 (1997)[弁護士や会計士などのゲートキーパーに定期的なデュー・ディリジェンスを行なう義務を課すべきであると主張した]; Donald C. Langevoort, *Deconstruction Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment*, 63 Law & Contemp. Probs. 45 (2000)[デュー・ディリジェンスの困難性を意識し、責任規制より会社内部のコンプライアンスに依存すべきであると主張した]; Coffee, *supra* 638, at 1298[証券弁護士の役割と SOA(Sarbanes-Oxley Act of 2002)307 条により定められる義務の内容を重視し、証券弁護士に情報開示について一般的な認証義務を課すべきであると主張した]; Fox, *supra* 57[ゲートキーパーである外部認証者には事後的な求償を認める連帯責任に基づく過失責任を課し、責任が認められた場合にその賠償額は投資家ではなく発行会社に支払うアプローチを主張した]; 野田・前掲 (注 638) 69 頁-84 頁参照。

わない限り、これらの提案はいずれも実現できない。このような状況の下で、連邦最高裁判所は一連の判断において不実開示者を幫助・教唆した行為者などの二次的な責任について保守的な態度を取ることにした。

## 第 2 款 Central Bank 判決

1994 年の Central Bank 判決において、連邦最高裁判所が幫助・教唆責任について初めて詳細の分析を加え、各下級裁判所がそれまで認めていた幫助・教唆者の二次的な 10b-5 責任を否定した。

コロラド州スプリングス・ステットソン・ヒルズ公営建築局が 1986 年と 1988 年に二回にわたって、総額 2600 万ドルの債券を発行することになった。当該債券は土地所有者による土地改良利益評価税リーエン<sup>645</sup>により担保され、Central Bank はその社債信託証書受託者となった。債券契約証書 (bond covenant) において、当該土地は発行済債券総額の 160%以上の価値を有さなければならないと定められている。Central Bank は当該債券の申込み期間完了日の六ヶ月前である 1988 年 1 月において、1986 年債券発行のシニア引受人から当該土地の価値が激減し、上記 160%基準を満たすことはできなくなる恐れがあるという内容の連絡を受けていたが、Central Bank は即時ではなく、債券申込み期間完了日を経過してから外部鑑定を行なうことにした。そして、当該外部鑑定結果が出る前に、当該債券がデフォルトとなった。そこで、210 万ドル分の本件債券を購入した原告は、10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づき、Central Bank の二次的責任を追及することにした<sup>646</sup>。

原審裁判所はそれまで各巡回裁判所により取られているアプローチに従い、Central Bank は当該地方自治体により発行される債券の発売が差し迫っていることや、債券購入者が投資判断を決める際に債券の担保となる土地価値の査定報告が重要であることを認識するはずであるという理由をもって、Central Bank には幫助・教唆責任があるとした<sup>647</sup>。

これに対し、連邦最高裁判所は立法目的や政策的な観点などを整理した上で、10 条(b)項及び規則 10b-5 の文言を厳格的に解釈し、「もしわれわれが原告が本件において主張する幫助・教唆責任を認めれば、原告が幫助・教唆者によるステートメントと行動についての信頼を証明しなくても、被告は責任があると認めることができる」<sup>648</sup>、もし 10 条(b)項及び規則 10b-5 により幫助・教唆者への責任追及を認めれば、「より新しい会社とより規模の小さ

<sup>645</sup> 小山・前掲 (注 257)。

<sup>646</sup> See Central Bank, supra 88, at 167-168.

<sup>647</sup> First Interstate Bank of Denver, N.A. v. Pring, 969 F.2d 891(1992).

<sup>648</sup> See Central Bank, supra 88, at 180.

い会社が専門家からアドバイスを求めることは難しくなるかもしれない。専門家は何よりも恐れているのは、より新しい会社やより規模の小さい会社が生き残れなくなる際に、そのビジネス上の失敗が原因で、自分に対して証券訴訟が提起されることかもしれない。さらに、10b-5 訴訟と和解が専門家に生じるコストを、そのクライアント会社に移転することができ、本来ならばこの規則の受益者である会社の投資家に負わされることになる<sup>649</sup>という懸念を示し、「規則 10b-5 に定められる第一次的な責任の法的要件がすべて満たされることを前提に、弁護士、会計士や銀行を含むいかなる個人やエンティティーも、証券の購入者又は売却者が信頼を寄せた相場操縦的な策略または重大な不実開示（不開示）を行う場合、その者が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に定められる第一次的な責任者として認めることができる<sup>650</sup>と述べ、弁護士、会計士などのゲートキーパーが、10 条(b)項及び規則 10b-5 に規制される行為を直接に行なった第一次的な責任者を幫助・教唆した行為は、10b-5 民事訴訟の規制対象ではないと明示した。

Central Bank 判決は連邦最高裁判所が初めてゲートキーパーの責任について下した判断であり、政策的な観点から各巡回区裁判所によりそれまで取られていたアプローチを否定した点において大きな意義があると思われる。そして、連邦最高裁判所は Central Bank の行為と投資家の投資判断の間には信頼要件が存在しないということを理由に、Central Bank の 10b-5 責任を否定した。投資家と第二次責任者の間に存在する信頼要件は 10 条(b)項及び規則 10b-5 に定められる間接的な信頼要件とも言えないほど弱いから、原告により主張される第二次責任を否定することにした<sup>651</sup>。しかし、連邦最高裁判所は第二次的な責任者を 10 条(b)項及び規則 10b-5 の規制範囲から完全に除外するのではなく、その者による行為が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に定められる法的要件をすべて満たせば、その者を第一次的な責任者として認めることが可能であると判示した。しかし、連邦最高裁判所は第一次的な 10b-5 責任者を幫助・教唆する第二次責任を負う行為と第一次的な 10b-5 責任を負う行為との具体的な区別について明白な基準を提示することができず、各巡回区裁判所に大きな難問を残した<sup>652</sup>。

### 第 3 款 第二次的責任と 10b-5 責任の境界線

Central Bank 判決が出された翌年、議会が PSLRA (Private Securities Litigation Reform Act) という証券民事訴訟改革法を承認し、SEC には 10 条

---

<sup>649</sup> Id, at 189.

<sup>650</sup> Id, at 191.

<sup>651</sup> Saporoff & Quick, supra 633, at 2.

<sup>652</sup> Cosenza, supra 631, at 1036.

(b)項及び規則 10b-5 に規制される行為に幫助・教唆的な働きをかけた者の責任を規制する権限があると定めたが<sup>653</sup>、幫助・教唆者の民事責任をどう処理するかとか、10条(b)項及び規則 10b-5 により規制を受ける第一次的な責任とその規制を受けない第二次的な責任の区別はどこにあるかとかの問題については規定しなかった。各巡回区裁判所は第二次的な責任と 10条(b)項及び規則 10b-5 により追及できる責任の境界線について、様々なアプローチを試み、以下三つの判断基準が発展してきた<sup>654</sup>。

## 一 明確な境界線基準 (Bright-line)

第 11 巡回区控訴裁判所は 1996 年の *Anixter* 判決<sup>655</sup>において、不実開示の公表者を重視する明確な境界線基準を提示し、その後は第 2 巡回区控訴裁判所<sup>656</sup>と第 11 巡回区控訴裁判所<sup>657</sup>から支持を得ていた。

### (1) *Anixter* 判決

---

<sup>653</sup> Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104-67, §104, 109 Stat. 737, 757 (15 U.S.C.A. §78t(e)).

<sup>654</sup> *Cosenza*, supra 631, at 1037.

<sup>655</sup> *Anixter v. Home-Stake Prod. Co.*, 77 F.3d 1215(10<sup>th</sup> Cir. 1996).

<sup>656</sup> *Wright v. Ernst & Young LLP*, 152 F.3d 169(2d Cir. 1998).

<sup>657</sup> *Ziembra v. Cascade Int'l. Inc.*, 256 F.3d 1194(11<sup>th</sup> Cir. 2001)[*Cascade* 社は女性用化粧品と衣料品の生産・小売を取り扱う会社である。*Cascade* 社株主は *Cascade* 社とその監査法人、会計事務所及び法律事務所に対して、10b-5 訴訟を提起することになった。*Cascade* 社の顧問法律事務所に対して、原告は、①*Cascade* 社により行なわれた財務報告とプレス・リリースが不正確であることを知っている、②*Cascade* 社の CEO のために、訴外にある株式投資サービス会社により行なわれた *Cascade* 社の財務状況が芳しくなかったという分析に反論する意見書を作成していた、③*Cascade* 社の子会社である *Conston* 社は合併の計画があると知りつつ、*Conston* 社の財務状況は倒産寸前であると説明し、合併することはないという意見書を出していたことという四つの理由をもって、10b-5 責任の訴えを提起することになった。当該弁護士事務所は自らの名義を用いて投資家に対して直接的な情報開示を行なわなかったが、発行会社が投資家に対して発表した不実開示内容の作成など重要な作業に関与したことを理由に、第一次的な 10b-5 責任を課しても合理的であると原告が主張した。第 10 巡回区控訴裁判所は本件原告主張を却下し、ゲートキーパーとしての被告には 10条(b)項及び規則 10b-5 に定められる第一次的な 10b-5 責任があることを認めるために、原告投資家が投資判断を決める時に信頼を寄せた不実の情報開示は被告の責任に帰さなければならないと判断した。本件弁護士事務所は投資家に対して不実の情報を直接に開示したのではないから、原告投資家の損害と被告の行為の間に信頼要件が存在しないと判断した]。

Home-Stake 社は 30 年以上にわたって石油・天然ガス掘削プロジェクト開発を目的とする証券を発行していた。Home-Stake 社が当該証券を発行する際に、掘削プロジェクトからの投資収益を投資家に支払うことと掘削コストに関する課税控除の優遇を約束したが、実際に後期投資に参加する投資家が支払った資金は石油・天然ガス掘削に用いておらず、石油産出から得られた収入と偽り、投資に参加する投資家に分配されていた。結局、当該詐欺的スキームが発覚し、投資家達は Home-Stake 社及び当該証券発行に関連する者に対して一連の訴訟を提起することにした<sup>658</sup>。Home-Stake 社は当該証券について SEC に提出される登録書類や投資家に分配される目論見書も含めて複数の情報開示書類を作成していた。独立監査人である本件被告はこれらの書類作成に関与したことや、Home-Stake 社と当該プログラムの財務状況に関して認定意見書を作成したことが問題とされ、Home-Stake 社を幫助・教唆する責任及び第一次的な 10b-5 責任が追及されることになった<sup>659</sup>。

裁判所はまず 10 条(b)項及び規則 10b-5 第一次責任に求められる構成要件と幫助・教唆責任に求められる構成要件の区別を明らかにし、10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件と違って、幫助・教唆責任の要件は①証券法に違反する第一次責任、②幫助・教唆者が第一次責任行為の存在を知っていること、③第一次的な証券法違反行為に実質的な補助をしたことという三つの要件である。次にこの二種類の責任の最も大きな相違点は、「原告が信頼を寄せた被告による不実開示または不開示が存在するかどうかということであり」、「他の者による情報開示についての信頼自体が当該責任の発生根拠にならない」<sup>660</sup>と説明した。さらに、裁判所は「Central Bank 判決の観点から 10 条(b)項及び規則 10b-5 の文言を理解すると、会計士が詐欺的行為を利用・実施するという反詐欺法上の責任を認定するために、彼ら自身が誤解を招きやすい陳述（又は不開示）を行わなければならない、かつ当該行為が潜在的な投資家に届くことを知っており又は知るはずでなければならない」<sup>661</sup>と述べた。つまり、同裁判所の観点からすれば、ゲートキーパーである第二次責任者が原告投資家に影響を与えた不実開示を自ら行わない限り、第二次責任者の行為と投資家の取引行為の間には信頼要件が存在するとは認められず、投資家が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて責任追及をすることもできない<sup>662</sup>。信頼要件の所在は第一次的な 10b-5 責任と第二次責任を区別するための明確な基準とされていることが明らかである。

---

<sup>658</sup> See Anixter, supra 655, at 1218.

<sup>659</sup> Id, at 1219-22.

<sup>660</sup> Id, at 1225.

<sup>661</sup> Id, at 1226.

<sup>662</sup> Cosenza, supra 631, at 1039.



## (2) Wright 判決<sup>663</sup>

Anixter 判決に続いて、Wright 判決において、第2巡回区控訴裁判所も上記の明確な境界線基準に賛意を示した上で、当該基準をさらに厳しく解釈することにした。

被告である Ernst & Young LLP は会計監査や財務分析などを含める様々な会計サービスを提供する会社であり、オフィス用品の販売と流通に携わる BT Office Products 社の監査人である。BT 社がその財務状況に関する不実な情報を含むプレス・リリースを公表し、被告は当該情報公表が虚偽又は誤解を招きやすい陳述であることを知りながら、口頭により承認をした。当該プレス・リリースが行なわれてから、BT 社が当該プレス・リリースに含まれる財務情報が虚偽であることを知らないという内容の声明をするまでの間に BT 社株式を取得した原告らは、被告の 10 条(b)項及び規則 10b-5 責任を追及することにした。被告は当該プレス・リリースに署名しなかったが、証券市場は当該プレス・リリースに含まれる財務情報の正確性がすでに被告により確認されていることを認識しているはずであると原告が主張した<sup>664</sup>。

第2巡回区控訴裁判所は Central Bank 法理を確認しつつ、明確な境界線基準の合理性を認め、監査人である被告が監査を行なわなかった財務情報や名義を表記しなかった財務情報発表について 10b-5 責任があることを否定した。発表時に情報開示が被告の責任に帰することについて、証券市場が暗黙に認識しているだけでは足りず、「第二次的な行為者は、発表時において自己の責任に帰しない情報発表について、法律上の第一次的な責任を負うことはない」<sup>665</sup>とし第11巡回区控訴裁判所により設定される基準の上に、不実な情報が公表される時点において署名などの何らかの形式的要件を充たす者に限り第二次的責任者としなければならないという条件を付け加えた。

## (3) 明確な境界線基準の特徴

上記の内容を含めて判例法理により確立された明確な境界線基準の内容を纏めると、弁護士、会計士などのゲートキーパーという第二次責任者の 10 条(b)項及び規則 10b-5 責任を裁判所に認めてもらうためには、原告が①重要な事実に関する不実開示又は不開示が存在すること、②第二次責任者は当該重要情報についての不実開示・不開示が投資家に届くことを知っていることもしくは知るはずであること、③不実な情報が開示される時点において、当

---

<sup>663</sup> See Wright, *supra* 656.

<sup>664</sup> *Id.*, at 171-173.

<sup>665</sup> *Id.*, at 175.

該情報開示が公的に第二次責任者に帰することという三つの要件を証明しなければならない。

明確な境界線基準は **Central Bank** 判決が出されてから、各巡回裁判所が第一次的 **10b-5** 責任と第二次責任を区別する際に最も広く使われている判断基準であると言われている<sup>666</sup>。当該基準は会計士、弁護士などの不実開示の発表者である会社の外にいるゲートキーパーに対して、**10b-5** 責任を回避するための具体的な指針を与えたとも思われるので、ゲートキーパー達は自らの名義で公衆に向けて情報発信をしない限り責任を負わされることはない。これにより善意のゲートキーパーにとっては、余計な訴訟リスクを回避することはできる<sup>667</sup>が、自分の顧客である発行会社が不実開示を通じて証券詐欺を計画していることを知りながら、加担したゲートキーパーが自らの名義で情報発表しない限り、**10b-5** 責任を不当に回避することができるようになるのは証券法の立法目的に明らかに反すると主張する見解<sup>668</sup>や、会計士や弁護士などは発行会社により情報開示の正確性・妥当性を積極的に監視するインセンティブが弱くなり、ゲートキーパーとしての役割を期待できなくなるのではないかと懸念を示す見解<sup>669</sup>など、明確な境界線基準に反対する見解も絶えず唱えられている。

## 二 実質参加基準 (substantial participation test)

第9巡回区控訴裁判所<sup>670</sup>は不実開示に関して第二次責任者の実質的な関与度に着目し、第2巡回区などが採用した不実開示の発表者を重視する形式的

---

<sup>666</sup> Cosenza, supra 631, at 1041.

<sup>667</sup> Mary M. Wynne, Comment, Primary Liability Amongst Secondary Actors: Why the Second Circuit's "Bright Line" Standard Should Prevail, 44 St. Louis U. L. J. 1607, 1629(2000).

<sup>668</sup> Cosenza, supra 631, at 1042.

<sup>669</sup> Susan P. Koniak, Corporate Fraud: See, Lawyers, 26 Harv. J. L. & Pub. Pol'y 195, 195(2003); Elizabeth A. Nowicki, 10(b) or Not 10(b)? Yanking the Security Blanket for Attorneys in Securities Litigation, 2004 Colum. Bus. L. Rev. 637, 716; In re Global Crossing, Ltd. Secs. Litig., 322 F. Supp. 2d 319, 333(S.D.N.Y. 2004)[公的権限を厳しく求めることは、不実開示について主な責任を負うべき者が匿名で情報発表を行なう手段を通じて責任を回避できる]。

<sup>670</sup> See *Software Toolworks*, supra 148[Software Toolworks 社はソフトウェア開発・製造会社である。Toolworks 社が二回目の株式発行を行なった後に株価が暴落することになるから、Toolworks 株主は Toolworks 社が高価格による株式発行を図って不実の情報を公表したと主張し、33年法11条と12条(2)項、34年法10条(b)項及び規則10b-5に基づいて、Toolworks 社とその監査法人及び証券引受人に対して責任追及の訴えを提起した。第9巡回区控訴裁判所は原告が監査法人である会計事務所に対して提起する主張を容認した。

な基準と違って、不実開示の内容準備などに実質的に関与した者にも 10 条 (b)項及び規則 10b-5 により規制される第一次的な民事責任を認める実質参加基準を案出した。当該判断基準によれば、虚偽の情報を発表する際にその名は投資者に知られていないことを理由に明確な境界線基準により罰せられない第二次責任者の 10b-5 民事責任を追及することができる。ここでは、当該実質参加基準を代表する一つの判例<sup>671</sup>を紹介する。

ZZZZ Best 社はかつてアメリカ国内で最大のカーペットクリーニング会社であり、1987 年に突然の経営破綻による倒産が発生するまでは大成功を誇っていた。その後、Z Best 社の創設者かつ筆頭株主である者は詐欺と横領についての有罪判決を受けることになった。Z Best 社の株主は Z Best 社がその財務状況、管理体制及び事業の将来予想などの重大な情報に関して一連の不実開示を行なうことにより証券詐欺法に違反行為をしたと主張し、Z Best 社、その会計事務所である E&Y に対して、10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づき、責任追及の訴えを提起することにした。原告の主張によると、E&Y は Z Best 社により行なわれた不実開示の内容作成、発表などの作業に実質的な関与をしていたから、いずれも E&Y の名義により出されていないが、第一次的な 10b-5 民事責任を負うべきである<sup>672</sup>。

裁判所は不実開示を公表したかどうか、またはその上に署名したかどうかを基準に 10b-5 第一次責任を判断するアプローチの合理性を否定した。もしゲートキーパーである被告の不実開示への関与度が十分に高ければ、当該不実開示が被告に帰責することもできると判断し、「一般投資家は当該追加の不実開示と不開示を当然に E&Y に帰責することはできないかもしれないが、証券市場はそれらの声明書をまだ信頼するから、その声明書の作成や詐欺的な結果に複雑的に関与する者が 10 条(b)項及び規則 10b-5 責任を負うべきである」<sup>673</sup>として、実質的な関与を重視し、E&Y の行為と原告の損害の間に信頼要件が存在すると認定した。

当該基準は不実開示の背後にある投資家に対して責任を負うべき者に対して厳しい一方で、不実開示から損害を受けた投資家にとってはもう一つ救済を求められる道を開けたとも考えられ、10b-5 訴訟が生じる株主間の利益循

---

さらに、被告である当該会計事務所は Toolworks 社が SEC に提出した二通の書類に含まれる虚偽の陳述について、これらの書類に署名しなかったとは言え、書類の起草と整理作業に実質的な関与を加えたため、第一次的な 10b-5 責任を負うべきであると裁判所が判断した]。

<sup>671</sup> In re ZZZZ Best Securities Litigation, 864 F. Supp. 960(C. D. Cal. 1994).

<sup>672</sup> Id, at 960-65.

<sup>673</sup> Id, at 970.

環という circular 問題<sup>674</sup>をある程度緩和することもできる<sup>675</sup>。さらに、発行会社による不実開示が発覚する場合に、そのコンプライアンスを監視するゲートキーパーなどの二次的な責任者の責任も追及されやすくなり、この実質的参加基準の適用が会計士、弁護士及び証券引受人のゲートキーパーとしての役割を働かせるインセンティブを生じ、不実開示への抑止効果も期待できると考えられる<sup>676</sup>。しかしでは、実質的参加基準は連邦最高裁判所が Central Bank 判決において提唱した趣旨に反する虞があり<sup>677</sup>、どの程度の関与が実質的な参加と言えるかという問題は抽象的であり、会計士や弁護士などの専門家にとって、当該基準はむしろ予測不可能であるという批判<sup>678</sup>もある一方、こういう抽象的な基準は原告により提起される法的利益のないふまじめな訴訟を促す恐れもあると示した見解がある<sup>679</sup>。

### 三 その他の判断基準

上記二つの判断基準にはそれぞれの欠点があるので、証券法研究者、裁判官及び SEC は上記のような批判を受け入れて別のアプローチも考案した。例えば、Enron 判決<sup>680</sup>において裁判所が採用した作成者基準 (Creator standard) は実質的参加基準を修正した上で案出された基準である。

本件は、Enron 株主が Enron 社による不実開示について、Enron 社及び関連するゲートキーパーなどに対して提起した訴訟である。本件において、原告がその最も主要な社外弁護士である Vinson & Elkins (略称 V&E) の責任について提出した主張はこの作成者基準に強く関連しているので、ここではこの部分だけを紹介する。原告の主張によると、V&E は Enron 社と訴外第三者の間に裏取引が存在していることを知っているにもかかわらず、Enron 社の 10-Ks, 10-Qs 書類及び委任勧誘状においてこれらの取引に関する虚偽又は誤解を招きやすい表現を用いていた<sup>681</sup>。裁判所は第 3 巡回区控訴裁判所が Klein v. Boyd 判決<sup>682</sup>において提示した作成者基準の合理性を認め、投資家に損害を

---

<sup>674</sup> Easterbrook & Fischel, supra 173; Coffee, supra 66, at 1577-78.

<sup>675</sup> Cosenza, supra 631, at 1045.

<sup>676</sup> Coffee, supra 674, at 1550; Tarik J. Haskins, Holding Secondary Actors Liable: Defining Primary Liability Under Section 10(b), 71 U. Chi. L. Rev. 1093, 1102(2003).

<sup>677</sup> Saporoff & Quick, supra 633, at 3.

<sup>678</sup> Wynne, supra 667, at 1626; Cosenza, supra 631, at 1045.

<sup>679</sup> Cecil C. Kuhne, III, Expanding the Scope of Securities Fraud? The Shifting Sands of Central Bank, 52 Drake L. Rev. 25, 41 (2003).

<sup>680</sup> In re Enron Corporation Securities, Derivative & ERISA Litigation, 235 F. Supp.2d 549(S. D. Tex. 2002).

<sup>681</sup> Id, at 587-91.

<sup>682</sup> Id, at 586 n24.

与えた不実開示が第二次的な行為者に帰責できなくても、原告は①第二次的な行為者が不実開示の存在を知っている、②第二次的行為者が当該不実開示の作成者又は共同作成者として認められる、③第二次責任者は投資家がおそらく当該不実開示を信頼して投資判断をするだろうということを知っている、④他の 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件がすでに満たされているという四つのことを立証できるなら、当該第二次的な行為者は第一次的な 10b-5 責任を負うべきであると判断できる<sup>683</sup>。さらに、裁判所は SEC が法定助言人として出されたアミカスを引用し、「ある者は原告投資家が信頼を寄せた不実な情報開示を独力により、または他の者と共同で作出し、かつ必要不可欠なサイエンタがあれば、この者は第一次的な 10b-5 違反者として責任を負うべきである」<sup>684</sup>と結論づけた。

当該基準は形式的な要素を求める明確な境界線と実質的な関与を重視する実質参加基準との中間的なアプローチを取っていると考えられる。当該基準によれば、形式上にゲートキーパーの責任に帰属させることができない不実開示でも、その者が作成者とするほどの関与があれば、10 条(b)項及び規則 10b-5 の第一次的な責任者として認められる。当該基準の下で、会計士や弁護士など発行会社による情報開示に関与する専門家達に、ゲートキーパーとして情報開示の正確性や適切性を監視する役割も期待できると考えられる。上記の両基準の欠点がある程度回避できるとも思われる<sup>685</sup>。しかし、作成者基準は実質的参加基準と同じように第二次的責任者の実質的な関与度を重視するから、発行会社とそのゲートキーパーにとって、情報開示行為の違法性について予測不能の要素があり、情報開示のリスクが増加することになるという実質的参加基準への批判意見も噴出し<sup>686</sup>、発行会社による情報開示が常に多数のゲートキーパーや発行会社内部の関連部門が共同で行なわれた作業であり、SEC により提案された作成者基準あるいは共同作成者基準は実際の実務状況に適しないと批判する声も上がっている<sup>687</sup>。

#### 第 4 款 Stoneridge 判決<sup>688</sup>

##### 一 詐欺スキームを行なう責任

---

<sup>683</sup> Id, at 586.

<sup>684</sup> Id, at 588.

<sup>685</sup> Barbara Black, *Tattlers and Trail Blazers: Attorney's Liability for Clients' Fraud*, 46 Washburn. L. J. 91, 95-96 (2006).

<sup>686</sup> Haskins, *supra* 676, at 1110.

<sup>687</sup> Andrew S. Gold, *Reassessing the Scope of Conduct Prohibited by Section 10(b) and the Elements of Rule 10b-5: Reflections on Securities Fraud and Secondary Actors*, 53 Cath. U. L. Rev. 667, 687 (2004).

<sup>688</sup> See Stoneridge, *supra* 87.

投資家への損害填補と不実開示への抑止効果という不実開示訴訟の目的を考慮すると、発行会社に不実開示責任を負わせたら投資家間に不当な利益移転が生じることになり、役員の資力には限界があるから、役員に重い賠償責任を課するのは非現実的である一方、投資家に対して損害補填の効果を期待することもできない。発行会社、役員、さらに不実開示に関与するゲートキーパーだけではなく、計画的な不実開示が行なわれた場面に、不実開示を知っている上で加担する取引相手や関連会社など他の関与者についても不実開示訴訟を提起することを試みた。上記においてはゲートキーパーの第二次責任を中心にアメリカの判例法理を整理したが、第一次的な 10b-5 責任者を幫助・教唆する第二次責任者はゲートキーパーだけではなく、不実開示行為に加担する者も第二次責任者として考えられる。

しかし、上記に述べた通り、幫助・教唆者の第二次的な 10b-5 民事責任の法的要件は明確ではなく、**Central Bank** 判決以来三つのアプローチが存在するが、いずれも不実開示に直接な関与が求められている。従って、原告投資家が不実開示書類の作成作業に直接的に関わっていた弁護士、公認会計士などのゲートキーパー以外に、不実開示の意図や仕組を知っていた上で不実開示を容易にした幫助・教唆者に対して責任追及を行なう者には上記のいずれのアプローチを主張することもできない。そこで、不実開示により損害を受けた投資家がこれらの者の責任を追及するために試みたのは詐欺スキーム責任を主張することである。

規則 10b-5 は三つの条項に分けられ、(a)項は詐欺を行うための策略、計略または技巧をすることを禁止する、(b)項は情報開示をする際に重要な事実に関して不実表示又は不表示をすることを禁止する、(c)項は詐欺又はその恐れのある行為、慣行又は業務を行うことを禁じるとそれぞれ定めてあるが、上に紹介したとおり、**Central Bank** 判決以前において裁判所は規則 10b-5(a)(c) と(b)の区別を言及せずに判断を下し、(a)項は使われていたとしても相場操作や馴れ合い注文などの証券詐欺を規制する場面が多かった<sup>689</sup>。原告投資家が規則 10b-5 の(a)項と(c)項を用いて不実開示の背後にあるゲートキーパーだけではなく、発行会社の詐欺的計画を知っている取引相手も損害賠償の請求対象に入れることにした。例えば、**Enron** 判決において、27 の州司法長官は裁判所に対して合同法廷助言書を提出し、その中には詐欺スキーム責任という概念に言及されていた。そして、裁判所はこれについて初めて公式に意見表明をし、被告は証券取引に直接関連する詐欺の計画、計略、術策を行うことを立証できれば、それを第一次責任者として見るべきであると詐欺スキーム

---

<sup>689</sup> In re Parmalat I , 376 F. Supp. 2d, 497-98 (2005).

責任を定義した<sup>690</sup>。これから紹介する **Stoneridge** 判決は、連邦最高裁判所がこの詐欺的スキームについて初めて詳細な分析を加えた判決である。

## 二 事実関係

**Charter** 社はケーブルテレビの経営会社であり、ケーブル契約者の増加と運営キャッシュフローについての予測に見合う四半期報告書を作成するために、顧客基盤の分類、解約者数の報告や業務上の必要経費に関する不適切な資本化 (*capitalization of costs*) などについて一連の不実な情報開示を行っていた。

**Scientific-Atlanta** 社と **Motorola** 社は **Charter** 社に対してデジタルケーブル変換措置 (いわゆるセットトップボックス) を提供している。**Charter** 社が上記目的を達成するために、**Scientific-Atlanta** 社と **Motorola** 社とそれまでの契約内容を変更することにし、2000 年末までの間において **Charter** 社がセットトップボックス一機当たりの価格に 20 ドルをプラスし、**Atlanta** 社と **Motorola** 社がこれらの過払い金を広告費用として **Charter** 社に返すことを約束した。このような取引は **Charter** 社に実質的な利益をもたらすことはないが、**Charter** 社が GAAP (一般的公正妥当と認められる会計原則) を違反して過払金を収入として算入することにより、ウォール・ストリート予測に適する財務報告書を作ることができ、それを監査人に承認させることもできる。さらに、**Atlanta** 社が **Charter** 社のリクエストに応え、セットトップボックスの製造コストが増加したという虚偽の書類も出し、**Motorola** 社は **Charter** 社と上記の取引を正当の契約内容に見せかけるために虚偽の契約を取り交わすことにした。**Charter** 社株主が **Charter** 社とその役員及び **Atlanta** 社と **Motorola** 社に対して、本件訴訟を提起することになった<sup>691</sup>。そして、原告は **Atlanta** 社と **Motorola** 社が **Charter** 社と計画して詐欺的スキームに参加したことを原因に、規則 10b-5(a)項と(c)項に定められる責任を主張した<sup>692</sup>。

## 三 連邦最高裁判所判決

裁判所はまず 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件である信頼要件に関して適用する①発行会社が重要な事項を開示しない場合の *Ute* 推定と②効率的な市場において重要な事項について不実開示が行なわれた場合の *Fraud-on-the-Market* 理論という二つの推定ないし理論を確認した。**Atlanta** 社と

---

<sup>690</sup> See *Enron*, supra 680, at 723.

<sup>691</sup> See *Stoneridge*, supra 688, at 153-56.

<sup>692</sup> *In re Charter Commc'ns, Inc., Secs. Litig.*, 443 F.3d 987, 989-90 (8<sup>th</sup> Cir. Mo. 2006).

Motorola 社は直接に不実開示を行なっていないが、Charter 社の詐欺的スキームへの関与を考慮すれば、10b-5 責任を課すべきであると原告が主張し、効率的な市場において投資家が証券に関連する不実開示だけを信頼して取引したわけではなく、不実開示が反映される取引にも信頼して投資判断を決めたと主張した。それに対して、裁判所は原告により主張される「当該信頼要件の定義がもし適用されれば、10 条(b)項及び規則 10b-5 という黙示的な訴訟原因は発行会社が市場においてビジネスをした取引相手全員に及ぶことになり、このような規則には公的な許可が存在しない」<sup>693</sup>という理由をもって否定し、「一般投資家に開示していない被告による詐欺的行為は投資家との距離がとても遠いので、信頼要件を満たすのには不十分であるとわれわれが判断する。Charter 社の監査人を騙して詐欺的な財務報告を提出したのは被告ではなく Charter 社である。被告がしたことはいずれにも Charter 社が上記のような取引記録を作成するために必要不可欠な行為ではない」<sup>694</sup>と述べ、本件の場合において、Charter 社により計画される詐欺的スキームに参加した Atlanta 社及び Motorola 社の行為は 10 条(b)項及び規則 10b-5 に求められる信頼要件を満たさないと判断した。

一方、第二次的行為者 (secondary actors) の責任について、裁判所は Central Bank 判決と同様の態度を取り、幫助・教唆行為をした第二次的行為者の民事責任は絶対に規制されないわけではなく、特定の場面において証券法にある明示的な民事責任を定める条文や黙示的な訴訟原因として用いられる 10 条(b)項及び規則 10b-5 により規制を受けることもあるという Central Bank 判決により決められたポリシーを再確認した。「もし黙示的な訴訟原因が本件被告の行為まで拡大するなら、連邦の権力が当面の証券訴訟領域を超える訴訟と、効率的かつ正常に機能している州法に規制されている領域の訴訟に及ぶリスクがあるかもしれない」<sup>695</sup>と判断し、「裁判所が申立人により主張されるアプローチを採用すれば、新たな種類の被告が 10b-5 訴訟リスクに晒されることになる。Central Bank 判決が判示した通り、契約相手はこれらのリスクから自分を守る必要性を感じながらビジネスをするコストを引き上げるかもしれない。それにより、他にわれわれの証券法に触れることのない外国会社はここでビジネスをするのをやめる可能性がある。そして今度この状況は、われわれの法律の下で上場するコストを引き上げ、証券発行そのものを国内資本市場から遠ざけるかもしれない」<sup>696</sup>という政策的な理由を述べた。そして、Atlanta 社と Motorola 社が書類の作成、監査役との協議並びに不実な財務報告の発表などに一切関与せず、原告が両者の行為を信頼し

---

<sup>693</sup> See Stoneridge, supra 688, at 160.

<sup>694</sup> Id, at 161.

<sup>695</sup> Id.

<sup>696</sup> Id, at 164.



て不実開示から損害を受けたとは考えられないので、Atlanta 社と Motorola 社が 10 条(b)項及び規則 10b-5 により定められる黙示的な民事責任を負うべきではないと結論づけた<sup>697</sup>。

#### 四 Stoneridge 判決についての評価

Central Bank 判決が下されたことにより、不実開示の背後にあるゲートキーパーの第二次的な民事責任は 10 条(b)項及び規則 10b-5 民事訴訟の規制対象から排除されることになった。しかし、連邦最高裁判所は第二次的な行為者の民事責任を完全に否定したわけではなく、原告投資家がこれらの者に対して責任追及をしたければ、発行会社などの第一次的な責任者を幫助・教唆した責任を主張するのではなく、これらの者の行為が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に求められる法的要件をすべて満たしたと立証し、第一次的な 10b-5 責任を主張することが可能である。にもかかわらず、連邦最高裁判所は 10 条(b)項及び規則 10b-5 から規制を受ける第一次的な民事責任と規制を受けない第二次的な民事責任の区別をはっきり提示していなかった。原告投資家は不実開示から受けた損害を補填するために、不実開示を直接に行なった発行会社等の者は資金力をなくした場合など多くの場面において、できるだけ多くの不実開示関係者の責任を追及することを考え、上記に紹介した明確な境界線基準、実質的参加基準あるいは詐欺的スキーム責任などのアプローチを試し、各巡回区裁判所もそれぞれの基準に支持を示し、司法上においては混乱状態である。

本件判決が下される前に、アメリカの実務界では、連邦最高裁判所が本判決において第二次的行為者の責任を徹底的に排除するのか、或は詐欺的スキーム責任を認めることにより 10 条(b)項及び規則 10b-5 民事責任の規制対象を拡大するのかという二つの正反対方向のどちらかに導いていくのかについて大きな関心を寄せていた<sup>698</sup>。投資家救済を重視する観点から 10b-5 責任を多くの者に課すことを選択すれば、ゲートキーパーの役割を果たす専門家、及び上場会社と取引をする相手会社の 10b-5 訴訟リスクが増大することになり、さらにゲートキーパーが証券発行会社から仕事を受け入れる際に今までより多い時間的・人的コストをデュー・ディリジェンスに費やさなければならなくなるにつれ、アメリカの発行会社にとっても、証券発行コスト、情報開示コストも増大することになり、海外会社にとってもアメリカに上場

---

<sup>697</sup> Id, at 166-67.

<sup>698</sup> Meredith French, Secondary Liability, Scheme Liability, and the Reliance factor: The Supreme Court's Ruling in Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., 4 Duke J. Const. Law & PP Sidebar 281, 287; Posting of Thomas O. Gorman to SEC Actions, <http://www.secantions.com/?p=293> (2008)

するコストやアメリカ会社とビジネスをするリスクも増大することになり、アメリカの経済発展に障害をきたす恐れがあると経済界から大きな懸念を示されていた<sup>699</sup>。連邦最高裁判所はこれらのプレッシャーを受けていたかも知れず、本件判決は **Central Bank** 判決を受け継ぎ、その解釈をさらに狭めることにし、アメリカ **10b-5** 訴訟の最大の特徴である信頼要件を用いて、原告が **10 条(b)項**及び規則 **10b-5** により詐欺的スキームに参加した第二次的行為者の責任を追及する道を閉ざす一方で、**Central Bank** 判決が残した上記にいう第一次的 **10b-5** 責任と第二次的責任の区別基準についての空白を埋めなかった。従って、本件判決が下された数年間において、ほとんどの巡回裁判所は連邦最高裁判所が **Stoneridge** 判決でほのめかしたポリシーに沿って第一次的な **10b-5** 責任を狭く解釈していたが、弁護士や会計士は不実開示に対してどれほどの関与をしたら第一次的責任者として認められるかについては定説がなかった<sup>700</sup>。その後、連邦最高裁判所が不実開示を直接に作成しなかった第二次行為者を徹底的に **10 条(b)項**及び規則 **10b-5** の規制対象から除外する判断を示したのが下記の **Janus** 判決である。

## 第 5 款 **Janus** 判決<sup>701</sup>

### 一 事実関係

**Janus Capital Group** 社（略称 **JCG**）は一連の **Janus** 投資信託を創設した公開会社である。**Janus Capital Management** 社（略称 **JCM**）は **JCG** の完全子会社であり、**JCG** の主要な運営管理会社かつ投資顧問であり、**JCG** の約 90% の収入は **JCM** により管理される投資信託が得たものである。**JCM** が **Janus** 投資ファンドのポートフォリオ管理を行い、インターネットホームページに登載する潜在的投資家向きの目論見書を作成している<sup>702</sup>が、**JCM** と **Janus** 投資ファンドはそれぞれ独立する法人格を有し、本件訴訟時点において **Janus** 投資ファンドのすべての役員は **JCM** の役員でもある<sup>703</sup>。**Janus** 投資ファンドの目論見書においてその投資戦略と投資信託の運営状況が投資家に公開され、いくつかのファンドの目論見書には当該ファンドは現時点において市場タイミングを行なうのに適しないことを暗示しているような表現を用いた。そして、ニューヨーク司法長官が **JCG** と **JCM** に対して、**JCG** が **JCM** の管理下にあるいくつかのファンドと市場タイミングを行なう密約を取り交わすことを原因に、訴訟を提起することにした。従って、**JCG** 株主は **JCG** 及び **JCM** に対して、一般

<sup>699</sup> French, supra 698, at 288; See **Stoneridge**, supra 688, at 161-65.

<sup>700</sup> Cosenza, supra 631, at 1054-1061.

<sup>701</sup> See **Janus**, supra 90.

<sup>702</sup> *In re Mut. Funds Inv. Litig.*, 566 F.3d 111, 115-27(4<sup>th</sup> Cir. 2009).

<sup>703</sup> See **Janus**, supra 90, at 2299.

投資家向きの目論見書において JCG と JCM は Janus 投資ファンドが市場タイミングを抑えるために処置をとる予定があるという投資家を誤解に導く開示を行なったことが原因で、10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて責任を追及することにした<sup>704</sup>。

## 二 連邦最高裁判所の判断

メリーランド州地方裁判所は原告の主張を却下した<sup>705</sup>のに対して、第 4 巡回区控訴裁判所は JCM が Janus 投資ファンドの目論見書の準備又は内容の考案に重要な役割を果たしていることを推定できるから、JCM には信頼要件を満たしていると考えられ、その 10b-5 責任を認めたが、JCG は 20 条(a)項に定められる支配者責任を負うべきだと判断して、地方裁判所判決を取り消した<sup>706</sup>。連邦最高裁判所は本件判決において第 4 巡回区控訴裁判所の考え方を否定した。

裁判所はまず 10b-5 の責任者が自ら不実開示をした者でなければならないということを確認し、JCM が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に規制される不実開示を「作った」かどうかを分析する際に、議会から授権されない限り、それを「狭い範囲」において解釈しなければならないと判断した<sup>707</sup>。次に、連邦最高裁判所はこの「作る」の具体的な意味について詳細な分析を展開した。

「規則 10b-5 の意図を達成するために、情報開示ステートメントの作成者はステートメントの内容とそれを開示するかどうか及びどういふ方法で情報を伝達するかを含めてステートメントについて最終的な権限を有する個人又は法主体 (entity) でなければならない。支配者が存在しない場合において、個人又は法主体がどんな内容を発表するかについて単に提案をすることができ、自らの権限内においてステートメントをすることはできない。他の者を代表してステートメントを準備あるいは公表した者は当該ステートメントの作成者ではない。一般的な状況において、ステートメントに表示されているあるいは周囲の状況から暗示されている帰属は当該ステートメントが誰の責任で、しかも誰だけの責任に帰属すべきであるかという問題の証拠である。演説草稿作者と演説者の関係はこのルールを説明できる一番良い例であると思われる。演説草稿作者が演説稿を起草している時においても、演説内容は当該演説を行なう者に完全にコントロールされている。そして、最終的に発表され

---

<sup>704</sup> Id, at 2299-31.

<sup>705</sup> In re Mutual Funds Inv. Litigation, 487 F. Supp. 2d 618, 620 (D Md. 2007).

<sup>706</sup> See Mut. Funds, supra 702, at 121.

<sup>707</sup> See Janus, supra 90, at 2302.

た内容により生じる賞賛や非難が全部演説者に帰属する」<sup>708</sup>と、裁判所は「作る」についての一般的な解釈を判示した。

さらに、この概念に照らして、幫助・教唆者の行為について裁判所が、「ステートメントを実際に発表したわけではなく、その作成に実質的な助力を提供した法主体に対する訴訟は民事訴訟当事者ではなく、SECにより提起されるべきである。ステートメントの内容に関して最終的な権限を有しない個人や法主体を含めて「作る」の主体をもっと広く解釈するなら、**Central Bank** 判決を実質的に損なうことになると考えられる。もしステートメントの内容について支配力がない個人や法主体がステートメントを作る第一的な法律違反者と考えられるなら、幫助・教唆者はほとんど存在しないことになる」<sup>709</sup>と述べた。

裁判所は上記「作る」の解釈をもとにし、本件原告が主張した JCM の責任に分析を加えた。「このルールのもとでは、JCM が Janus 投資ファンドの目論見書を作っていないことになり、Janus 投資ファンドがそれを作ったことになる。JCM ではなく Janus 投資ファンドだけが SEC に対して目論見書を提出する法的義務を負っている」<sup>710</sup>。原告は JCM が当該目論見書の準備作業に実質的な助力を行っていたとして、その 10b-5 責任を主張したのに対して、「Janus 投資ファンドにより掌握される最終的な支配権に照らして、当該助力は JCM が目論見書に含められるステートメントを「作った」ことを意味するとは言えない。JCM は演説草稿作者のように Janus 投資ファンドが目論見書に述べた内容の作成に関して Janus 投資ファンドに幫助を与えたかもしれないが、JCM 自分は規則 10b-5 に規制されるステートメントを作ったわけではない」<sup>711</sup>と判断し、原告主張を却下した。

### 三 本件判決がこれからの 10b-5 訴訟に与える影響

連邦最高裁判所は本件判決において不実開示を「作る」ことを解釈することにより、10 条(b)項及び規則 10b-5 が規制できる第一次的な責任の範囲は **Central bank** 判決と **Stoneridge** 判決よりもさらに狭められることになり、開示内容について最終的な決定権を有する者だけが規制対象であることになっている。本件判決は学界において大きな波紋を引き起こし、本件判決に賛成しなかった **Breyer, J.** 裁判官の反対意見を中心に、本件判決に関する強い反論が寄せられた。

---

<sup>708</sup> Id.

<sup>709</sup> Id.

<sup>710</sup> Id, at 2305.

<sup>711</sup> Id.

まず、この判決により確立されたルールの最も批判を受けている点は、当該ルールの下で、不実開示の実質的な内容を考案し、かつサイエンタも有する者が他者を利用して不実開示を行なうことを計画するなら、内容の考案者は不実開示を実際に「作っていなかった」ことになる一方、不実開示公表者はサイエンタを有しない結果、不実開示から損害を受けた投資家は誰からも損害賠償請求を求めることはできなくなる<sup>712</sup>。この点に関して、連邦最高裁判所は演説者と演説草稿作者の關係に例えることにしたが、不実開示と演説の違うところは、演説者は演説を行なう際に自分がこれから何を話すかについて自ら決めることができるのに対して、Janus 判決の Janus 投資ファンドは自己の意思を持たない法人であり、その役員や投資アドバイザーなどの指示に従うしかできないので、目論見書の内容を作成した者こそが不実開示の公表者と考えるべきであるが、名目上最終的な決定権限を持たない限り、不実開示を図るこれらの者は当該情報発表に不実な情報が含まれることを知らない第三者を介して腹話術のように情報開示を行なうことができる<sup>713</sup>。誰かが不実な情報開示を行なっていたにもかかわらず、その責任を取る者は一人もいない状況になってしまうことになり、Janus 判決に決められたルールこそが不実開示を計画する者により法律の抜け穴として使われる虞がある。

そして、投資信託ファンドの特殊な仕組みから考えても、投資アドバイザーがファンドと常に緊密な關係にあり、かつファンドの日々の管理業務に実質的な関与を行なうから、投資アドバイザーがファンドについてのコントロール権限は演説草稿作者が演説者についてのコントロール権限より遥かに大きいだけでなく、会計士、弁護士や投資銀行が発行会社に及ぶコントロール権限よりも遥かに大きい<sup>714</sup>。

さらに、Central Bank 判決と Stoneridge 判決において、連邦最高裁判所は 10 条(b)項及び規則 10b-5 を用いて第二次的な民事責任を規制することを否定したが、不実開示に関連する第二次的行為者の民事責任を否定したわけではない。Stoneridge 判決において、裁判所は被告が投資活動ではない領域に行なった取引行為は原告投資家に直接な影響を及ぶことが考えにくく、信託要件を否定することによって原告主張を却下することにした。しかし、裁判所は本件判決において、信託要件を否定したのではなく、不実開示を「作る」ことを再定義することによって被告の責任を否定した。当該概念の下で、不

---

<sup>712</sup> Langevoort, supra 69, at 933-34.

<sup>713</sup> Cosenza, supra 631, at 1071.

<sup>714</sup> See Janus, supra 90, at 2310-12, Breyer, J. dissenting ; Cosenza, supra 631, at 1072; Emily D. Johnson, The Fiduciary Duty in Mutual Fund Excessive Fee Cases: Ripe for Reexamination, 59 Duke L. J. 145, 152 (2009).

実開示を直接に公表した者以外に、例えばゲートキーパーなどによる二次的な行為がこの「作る」に関する概念に当てはまることはほぼ不可能であり、その 10b-5 責任を追究することも当然できなくなる。本件判決は実質的に Central Bank 判決と Stoneridge 判決の趣旨に反し、原告投資家が二次的行為者の民事責任を追究する道を閉ざしたことと同然である<sup>715</sup>。

最後に、アメリカの 10b-5 訴訟は SEC に提出する正式な書類や顧客に提供する目論見書だけではなく、発行会社及びその役員がインタビューを受けの際に、あるいはアナリストを招集して会議を行なう際の一般的な情報発信に含まれる不実な情報開示を規制することもできる。Janus 判決の基準はこれらの形式の情報開示を一概に適用することは難しい。つまり、正式の届出書類以外の情報開示の場合に、開示内容に対して最終的な決定権を有する者は誰なのかを判定することは簡単ではない<sup>716</sup>。

従って、上記の反対論が提示した通り、連邦最高裁判所が本件において提示した法理は原告に厳しい明確な判断基準を確立したとも考えられ、Central Bank 判決の後において各巡回裁判所が考案した第一責任と第二責任を区別するアプローチの中の実質的な参加基準や作成者基準など不実開示への実質的な関与を重視するようなアプローチを実質的に否定することになった。さらに言うと、弁護士、会計士及び投資銀行など発行会社による情報開示の真実性や正確性とかを審査し、発行証券の価値を担保するゲートキーパーに対して、原告投資家が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて民事責任を追究することはほぼ不可能になってしまうことになった。原告の損害救済の道の一つ閉ざすものと考えられる。

本件判決が 10b-5 訴訟に与える影響は二次行為者の責任規制に関する問題だけにとどまらず、不実開示書類に署名した会社内部者の責任認定や、プレス・リリースや口頭による情報公表についての最終的権限者の認定問題についても及んでいた。会社名義で行なわれた情報開示において不実な情報が含まれる場合、当該情報開示の実質的な決定者及び開示内容の考案者がはっきりしていない状況がよく考えられる。各上層役員のサイエント認定に関して、会社の取締役及び他の役員が会社の日々の業務進行に深く関与しているから、目論見書、プレス・リリース、年度報告書などの集団作業により作られた書類の不実開示について、これらの取締役及び他の役員は当然にサイエントがあると認めるべきだという Group Pleading 仮説を採用する裁判例があ

---

<sup>715</sup> See Janus, supra 90, at 2309, Breyer, J. dissenting ; Cosenza, supra 631, at 1074.

<sup>716</sup> Langevoort, supra 69, at 962-63.

る<sup>717</sup>。PSLRA の実施に伴い、Group Pleading の合理性が揺るがされ、各巡回区裁判所もそれぞれ違う立場を取っていた<sup>718</sup>。しかし、本件判決が 10 条(b) 項及び規則 10b-5 の文言に含まれる「作る」という動詞を限定的に解釈することは、Group Pleading 仮説の適用を完全に否定したと言わなければならない。

その他にも、本件判決に確立された不実開示を「作る」という最終的な支配権とはどれほどの権限を指すかに関して議論があり、当該最終的な支配権を有する者は発行会社と上層部役員に限るか、それとも不実な情報に含まれる開示書類に署名した会社内部者まで及ぶかに関して議論があったが、Janus 判決は不実開示書類にサインした会社内部者、特に当該発表された書類の内容について最終的な決定権を有する役員の免罪符にならないと各巡回裁判所が一般的に考えている<sup>719</sup>。そして、会社の名義で行なわれた不実開示において、個人の署名が付いている場合に、当該個人は最終的な支配権を有するか、あるいは当該個人には 10b-5 民事責任があると認められるかについても議論があるが、当該個人役員が情報発表に含まれる不実開示について 10b-5 民事責任を負うべきであると判断する判例がある<sup>720</sup>。さらに、会社名義で発表されるプレス・リリースの中に含まれるステートメントが不実であると判定される場合、当該ステートメントに署名した個人はこれに対して 10b-5 の第一次的責任を有すると判断した裁判例<sup>721</sup>もある。

### 第 3 節 小括

以上で論じたように、流通市場においての不実開示が発生する場合、不実開示を信頼して証券取引をすることにより損害を受けた投資家の取引相手は発行会社ではなく、市場にあるもう一部の善意の投資家であるから、不実開示は実にこの二組の投資家の間に利益移転（アメリカ学界では、この利益移

---

<sup>717</sup> Brodsky & Adamski, supra 258, § 12:75, 1061-1062.

<sup>718</sup> Id, at 1062-64.

<sup>719</sup> John Patrick Clayton, The Two Faces of Janus: The Jurisprudential Past and New Beginning of Rule 10b-5, 47 U. Mich. J. L. Reform 853, 868-869 (2014).

<sup>720</sup> City of Roseville Emps.' Ret. Sys. v. Energy Solutions, Inc., 814 F. Supp. 2d 395, 416-18(S.D.N.Y. 2011)[Janus 判決に従って、個人被告は登録書類に署名をしたため、登録書類の作成者として認めるべきであり、その中に含まれる不実開示について 10b-5 民事責任を負うべきであると裁判所が判断した]; In re Stillwater Capital Partners Inc. Litig., 858 F. Supp. 2d 277, 287-88(S.D.N.Y. 2012)[Janus 判決に従って、個人被告は不実開示を含む SEC 書類と委任状に署名をしたので、その者はこれらの書類の作成者であると裁判所が判断した]。

<sup>721</sup> In re Merck & Co. Inc. Securities, Derivative, & ERISA Litigation, 2011 WL 3444199 (D.N.J. 2011). Brodsky & Adamski, supra 258, § 12:19, at 884.

転を **circular** 問題と称する) を生じる。このような状況下において、投資家は不実開示から生じた損害を回復ために、10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて証券発行会社に対して訴訟を提起する場合、不実開示が一部の投資家に齎す損害が発行会社に残る株主全員により補填されることになる。一方、Basic 判決において、連邦最高裁判所は効率的な市場において発行会社及びその発行証券に関する情報がすべて市場価格に反映されているという **Fraud-on-the-Market** 理論の合理性を認め、不実開示期間において当該証券を取引して損害を受けた投資家は自分が不実開示を直接的に信頼して取引したことを立証しなくても、被告により **FOTM** 理論を覆さない限り、不実開示と原告の投資判断の間に取引上因果関係があると認められるべきであり、10b-5 法理の下でこれは信頼要件と呼ばれている。市場投資家が **FOTM** 理論に基づいて発行会社に対して 10b-5 訴訟を簡単に提起できる一方、この 10b-5 民事訴訟が発行会社内部においての **circular** 問題を起こしていることや、10b-5 訴訟に伴う莫大なコストを考えると、このような 10b-5 民事訴訟に損害回復目的の達成を期待することができないではないかと主張する学説が有力である<sup>722</sup>。さらに、不実開示を行なう名目上の主体は発行会社であるが、実際にそれを計画するのは発行会社の意思決定機関である役員なので、発行会社に重い負担を課すような 10b-5 訴訟に抑止目的の達成を期待するのも無理があると多くの学者が考えている<sup>723</sup>。このような理論的論拠をもとに、発行会社ではなく、不実開示に関連する他の者に対して 10b-5 責任を追及するほうが上記の二つの目的をよく達成できるだろうという考え方があるかもしれないが、そこで情報開示の正確性と証券の真実性を審査するかつ発行会社の外にある会計士や弁護士などのゲートキーパーたちがこういう責任を負担できる良い候補者として考えられる。

既に紹介した通り、10 条(b)項及び規則 10b-5 は元々証券詐欺行為を規制する権限を SEC に付与するために制定された法文であるが、1971 年の **Superintendent of Ins** 判決<sup>724</sup>において連邦最高裁判所は投資家救済を図る目的から、それが黙示的な私的訴訟原因として役割を果たすことを認めた。それ以来、10b-5 民事責任の法的要件が連邦最高裁判所により下された裁判例によって段々と明確になってきた。1975 年の **Blue Chip** 判決<sup>725</sup>以前において、裁判所は投資家救済目的を重視し、10 条(b)項及び規則 10b-5 の法文をより柔軟に広く解釈する傾向があり<sup>726</sup>、一般投資家により提起される民事訴訟だ

---

<sup>722</sup> 本部第 3 章参照。

<sup>723</sup> 本部第 3 章参照。

<sup>724</sup> See *Superintendent*, supra 64, at 13 n.9 .

<sup>725</sup> See *Blue Chip Stamps*, supra 75.

<sup>726</sup> *Clayton*, supra 719, at 857; *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 195 (1963)[連邦最高裁判所は本件判決において証券詐欺を抑止する目的、



けではなく、SECにより提起される 10b-5 訴訟も投資家救済目的を第一にして規制範囲が大きく、第一次的な 10b-5 責任者の幫助・教唆者責任も許容範囲に入ることにした<sup>727</sup>。そして、Blue Chip 判決において連邦最高裁判所はアメリカ裁判所がそれまでに 10 条(b)項及び規則 10b-5 について取っていた解釈は証券訴訟の不確実性を生じる結果、投資家が発行会社から莫大な和解金を狙って 10b-5 訴訟を濫用する可能性も生じることを意識し<sup>728</sup>、原告に厳しくかつより限定的な解釈を取るようになった<sup>729</sup>。連邦最高裁判所は Central Bank 判決において、幫助・教唆者の第二次責任を 10b-5 民事訴訟の規制範囲から除くこととした。

さらに、1995 年に議会が PSLRA 法を実行し、10 条(b)項及び規則 10b-5 に関する重大性を有する事項を限定的に解釈し、将来予想に関する記述をその解釈から除外し、一般投資家が 10b-5 民事訴訟を提起するために被告の主観的な要件についての立証基準を引き上げる一方、SEC には第一次的な 10b-5 責任者を幫助・教唆した者に対してその第二次的責任を追及することができることと定めた<sup>730</sup>。議会は、このように、投資家により提起される 10b-5 民事訴訟を抑制しながら、SEC により大きな提訴権限を与えることやより低いハードルを設定することにより調和を取るようにした<sup>731</sup>。しかし、SEC には 10 条(b)項及び規則 10b-5 に想定された不実開示などの証券詐欺行為を行なったすべての者及びそれらを幫助・教唆した第二次的行為者の責任を追及するための十分な人的・経済的な力がないから、その補助としても一般投資家に 10b-5 民事訴訟を提起する権利を与えることが必要であるというのはアメリカ実務界と学界においての一般的な認識である<sup>732</sup>。

このような流れの中で、連邦最高裁判所が Stoneridge 判決において第一次的な 10b-5 責任者の詐欺的スキームに実質的な幫助を加えた取引相手の第二次的な責任を否定し、被告が投資活動ではない領域で行なった取引行為は原告の投資判断に直接な影響を与えたとは考えにくく、両者の間に信頼要件が

---

又は投資家救済の目的を達成するために、証券法は限定的かつ厳密的ではなく、柔軟的に解釈されるべきであると判示した]。

<sup>727</sup> 4 Thomas Lee Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulation* § 12.25[1](6<sup>th</sup> ed. 2009).

<sup>728</sup> See *Blue Chip Stamps*, *supra* 75, at 739-48.

<sup>729</sup> *Id.*, at 737; *Clayton*, *supra* 719, at 859.

<sup>730</sup> Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737, § 101, § 102, § 104.

<sup>731</sup> *Clayton*, *supra* 719, at 881.

<sup>732</sup> Luis A. Aguilar, *Statement by Commissioner: Defrauded Investors Deserve Their Day in Court*, U.S. Sec. & Exchange Commission (2012)

<https://www.sec.gov/News/PublicStmt/Detail/PublicStmt/1365171490204#ednref20>.

存在しないと判断し、被告の詐欺的スキームに参加した責任を否定することにした。そして、Janus 判決において連邦最高裁判所が規則 10b-5 の文言にある「作る」を再定義することで、ゲートキーパーなど不実開示について最終的な決定権を有しない第二次的行為者の民事責任をついに規制対象から外すのと同然の判断を下した。上記で紹介した通り、当該判断に対して研究者達が強い批判を浴びたが、連邦最高裁判所が Central Bank 判決において判示した通り、発行会社に不実開示についての責任を負わせることは株主間に circular 問題を起こすことになるという観点と実質的に同じで、ゲートキーパーに不実開示責任を負わせることはゲートキーパーが不実開示についての潜在的なリスクを恐れて高い手数料を請求することに繋がり、それにより証券発行コストと情報開示コストがともに引き上げられることになり、結局当該コスト増加分は株主の負担になる<sup>733</sup>。連邦最高裁判所が Janus 判決において下した判断も当該ロジックと一貫しているように考えられ、投資家が弁護士に駆使され、嫌がらせ目的で 10 条(b)項及び規則 10b-5 を濫用して訴えの利益のない訴訟を提起することが多いアメリカの実情に即して考えれば、当該判断は妥当だと思われる。

Janus 判決は第二次的行為者の民事責任に関して重大な意味があるだけでなく、連邦最高裁判所が提示した「作る」に関する解釈は 10b-5 民事訴訟にとどまるか、それとも SEC により提起される訴訟にも適用するかは大きな議論の余地がある。連邦最高裁判所は Central Bank 判決と Stoneridge 判決において幫助・教唆責任という第二次的 10b-5 民事責任を 10b-5 民事訴訟の規制対象から外した上、第二次的行為者の 10b-5 民事責任をより狭く解釈するようにしたが、SEC にあるこれらの者に対して責任追及の訴えを提起する権利を否定したわけではなかった<sup>734</sup>。しかし、Janus 判決は 10 条(b)項及び規則 10b-5 の文言自体を狭く解釈したから、SEC がその権限を用いて第二次的行為者に対して責任追及の訴えを提起する際にも、不実開示内容に対して最終的な決定権限を有する者でなければ、その 10b-5 責任を裁判所に認めてもらうことは難しいであろうと多くの研究者は懸念を示していた<sup>735</sup>。SEC と不実開示から損害を被った投資家はこの第二次的行為者に対して責任追及の訴えを提起したい場合は他の条文を使わなければならない、33 年法 17 条(a)項<sup>736</sup>と

---

<sup>733</sup> See Central Bank, supra 88, at 189.

<sup>734</sup> See Janus, supra 90, at 2302-2303.

<sup>735</sup> Clayton, supra 719, at 871-72; Langevoort, supra 69, at 954; Matthew P. Wynne, Note, Rule 10b-5(b) Enforcement Actions in Light of Janus: Making the Case for Agency Deference, 81 Fordham L. Rev. 2111, 2111(2013)[Janus 判決は SEC により提起される 10b-5 訴訟に適用すべきではないと主張する]。

<sup>736</sup> Securities Act of 1933 § 17(a), 15 U.S.C. § 77q(a)(2).

支配者や幫助者の責任を規制する 34 年法 20 条<sup>737</sup>が研究者達の視野に入っていた。しかし、33 年法 17 条(a)項は 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 より規制範囲が狭いことや、過失責任に相応するペナルティーも 10b-5 訴訟においての責任金額より少ないことなどの欠点がある<sup>738</sup>のに対して、原告投資家が 20 条を用いて責任追及したければ、第一次的な証券法違反者が存在しなければならない。この点は会社のサイエントと類似している点があるように思うが、例えば不実開示を計画する人は不実開示について全く知らない者を利用して情報発信すれば、10 条(b)項及び規則 10b-5 だけではなく、20 条も適用できなくなり<sup>739</sup>、Janus 判決により残された問題を完全に解決できるとは思わない。新たな打開策を期待するしかできないと思われる。

---

<sup>737</sup> Securities Exchange Act of 1934 § 20, 15 U.S.C. § 78t; § 20(a), 78t(a) (2012).

<sup>738</sup> Clayton, *supra* 719, at 873-875.

<sup>739</sup> Langevoort, *supra* 69, at 958-60.

## 第6章 不実開示民事規制とSECによる民事制裁訴訟

### 第1節 アメリカ不実開示民事規制の特徴

既に述べた通り、アメリカの上場会社による主な情報開示手段は発行市場における発行開示から流通市場における継続開示に転換し、ほとんどの不実開示事件が34年法10条(b)項及び規則10b-5により対応されていることが明らかである。日本と同様に、アメリカが不実開示民事規制を設定する当時において、不実開示が個人投資家に生じる損害額が小額であることなどが原因では、不実開示民事訴訟の実効性は低かった。しかし、それを解決するために、日本では発行会社に対する責任追及を容易に設定するアプローチを取っていたのに対して、アメリカでは集団訴訟を証券訴訟に導入するアプローチを取っていた。日米の不実開示民事規制の制度原点が同じであっても、それぞれ違う方向に発展していったことが明らかである<sup>740</sup>。

連邦最高裁判所が元々不実開示から損害を受けた投資家を救済する目的により、1946年のNational Gypsum判決において34年法10条(b)項及び規則10b-5の黙示的な私的訴訟原因としての役割を認めた<sup>741</sup>が、1964年のBorak判決<sup>742</sup>まで10b-5訴訟の抑止目的を正式に認めることはなかった<sup>743</sup>。しかし、研究者は発行会社に流通市場における不実開示責任を負わせることが、投資家間の不当な利益移転を齎すことになるというCircular問題を指摘し、投資家に厚い保護を与える10b-5訴訟は合理性を欠いているとして1980年代から同制度について強い批判を加えた<sup>744</sup>。そして、アメリカの証券市場と投資家の投資手段が成熟化していくとともに、当該投資家間の利益移転問題もますます顕著化していく<sup>745</sup>。しかし一方、10条(b)項及び規則10b-5の成文法と判例法からみれば、役員などの他の責任主体と比べると、発行会社の不実開示責任リスクが特に重いわけではなく<sup>746</sup>、サイエンタの観点からむしろ他の責任主体よりも軽いと考える余地がある<sup>747</sup>。ただし、ほとんどの10b-5訴訟は和解により終結させられるから、原告による訴えが却下される場合、クラスが承認されない場合、または被告勝訴の略式判決が下される場合という

---

<sup>740</sup> 日本の昭和23年証券取引法に含まる不実開示制度はアメリカの不実開示民事制度を参照して作られていた法制度である。詳しくは序論を参照する。

<sup>741</sup> 本部第4章第1節を参照する。

<sup>742</sup> *J.I. Case Co. v. Borak*, 377 U.S. 426, 432 (1964).

<sup>743</sup> *Rose*, *supra* 74, at 1314.

<sup>744</sup> 本部第3章を参照する。

<sup>745</sup> 本部第3章第2節第2款アメリカ証券市場の投資家構造を参照する。

<sup>746</sup> 本部第4章を参照する。

<sup>747</sup> 現制度の下で、投資家が発行会社のサイエンタを証明することは決して簡単なことではない。本部第4章第2節第1款を参照する。

原告が実質的に訴訟に負けている場合を除き、10b-5 訴訟が一旦提起されると、和解金を負担する形で不利益を甘受するのは発行会社であることが明らかである。従って、流通市場における不実開示を規制する 10b-5 訴訟は損害回復機能を果たすことができないだけでなく、発行会社に対する過剰規制の問題も生じているのではなかろうかという批判の声が噴出する<sup>748</sup>。現代において流通市場における不実開示を規制する 10b-5 訴訟の最重要な目的は投資家への損害賠償目的ではなく、不実開示をよりよく抑止するために、SEC の制裁能力を補う役割を果たすことであると指摘されている<sup>749</sup>。

## 第 2 節 SEC 民事制裁訴訟

### 第 1 款 SEC による制裁手段

10 条(b)項及び規則 10b-5 の黙示的な民事訴訟原因としての性格は連邦最高裁が判例法において確立されたのに対して、SEC が不公正取引を行なう者に対して 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて民事制裁訴訟 (enforcement action) を提起するのが 34 年法の立法当時に想定された状況である。SEC は民事制裁訴訟において裁判所に対して、差止救済措置 (injunctive relief) を求めることができる一方、10 条(b)項及び規則 10b-5 違反行為による不正利得の返還 (disgorgement) を求めるという付随的救済 (ancillary relief) と会社役職員の解任などを求めることもできる<sup>750</sup>。付随的救済としての不正利得の返還もよく差止救済措置の和解条件として使われている<sup>751</sup>。

差止救済措置を得るために、SEC はただ単に被告が証券法に違反した行為を行なったことを証明するだけではなく、被告が将来においてまた同じよう

---

<sup>748</sup> John C. Coffee, Rescuing the Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter is Not Working, 42 Md. L. Rev. 215 (1983); John C. Coffee, Understanding the Plaintiff's Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law Through Class and Derivative Actions, 86 Colum. L. Rev. 669, 726 (1986); Myriam Gilles & Gray B. Friedman, Exploding the Class Action Agency Costs Myth: The Social Utility of Entrepreneurial Lawyers, 155 U. Pa. L. Rev. 103, 105 (2006); William B. Rubenstein, Why Enable Litigation?: A Positive Externalities Theory of the Small Claims Class Action, 74 UMKC L. Rev. 709, 710-11 (2006); Rose, *supra* 74, at 1317-18.

<sup>749</sup> Rose, *supra* 74, at 1314.

<sup>750</sup> 黒沼・前掲 (注 99) 232~235 頁。

<sup>751</sup> Brodsky & Adamski, *supra* 258, at 1065-1066.

な違法行為を行なう可能性も示さなければならない<sup>752</sup>。しかし、SEC が原告として民事制裁訴訟を提起する際に、連邦最高裁判所により確立された 10b-5 民事訴訟に関する判例法から制限を受けないので、投資家である一般の民事原告より優位性があると考えられる。i SEC が証券取引に参加する買手又は売手である必要がない<sup>753</sup>、ii SEC が信頼要件を証明する必要がない<sup>754</sup>、iii SEC が因果関係を証明する必要がない<sup>755</sup>、iv、PSLRA の効力が SEC の民事制裁訴訟に及ばず、PSLRA により引き上げられたサイエントについてのプリディング一段階における立証基準も SEC に適用しない<sup>756</sup>、v 幫助・教唆者の二次的な民事責任は連邦最高裁判所が *Central Bank* 判決により 10b-5 民事訴訟の規制対象から除外されたが、SEC がこれらの者に対して民事制裁訴訟を提起することができる<sup>757</sup>、vi PSLRA に設定された *ninety-day look-back cap*<sup>758</sup> という損害賠償の制限を受けないから、一般投資家が 2002 年に制定された SOX 法に含まれる *Fair Fund* 条項を通じて得られる金額は、自己が 10b-5 民事訴訟から得られる金額を上回る可能性がある、vii SEC が民事制裁訴訟において取得する不当利得返還額と民事制裁金は高額な弁護士費用をカバーする必要はなく、投資家に直接に分配するから、理論的に原告は *Fair Fund* の分配からより高い賠償金は得られるはずである<sup>759</sup>。

SEC の制裁措置が違反者にとっては厳重な処罰であることが考えられる<sup>760</sup>。例えば、SEC はブローカー・ディーラーの登録資格を一時停止及び撤回することを命じることができ<sup>761</sup>、会社の役員である個人による違法行為が重大であると判断する場合、SEC はその者を解任させることができるだけでなく、上場会社の役員として勤務することを禁ずることもできる<sup>762</sup>。さらに、SEC

---

<sup>752</sup> Brodsky & Adamski, *supra* 258, at 1065; *SEC v. Haswell*, 654 F.2d 698 (10<sup>th</sup> Cir. 1981); *SEC v. Bausch & Lomb Inc.*, 565 F.2d 8 (2d Cir. 1977); *SEC v. American Bd. of Trade, Inc.*, 751 F.2d 529 (2d Cir. 1984).

<sup>753</sup> See *Blue Chip Stamps*, *supra* 75, 737-38 [規則 10b-5 民事訴訟を提起するには、原告が証券取引に参加した買主又は売主でなければならない]。

<sup>754</sup> See *Stoneridge*, *supra* 87, at 769 [信頼要件は規則 10b-5 民事訴訟の法的要件であることを確認した]。

<sup>755</sup> 15 U.S.C. Section § 78u-4(b)(4)(2000).

<sup>756</sup> Brodsky & Adamski, *supra* 258, at 1065.

<sup>757</sup> See *Central Bank*, *supra* 88, at 191.

<sup>758</sup> 15 U.S.C. Section § 78u-4(e)(1), 黒沼・前掲 (注 99) 151 頁。原告が 10b-5 民事訴訟において得られる賠償額は、原告による証券の購入・売却価格と、不実開示又は不開示に関わる情報を訂正する情報発表が行なわれた日から 90 日間の市場平均価格との差額を超えてはならない。

<sup>759</sup> Black, *supra* 65, at 335-36.

<sup>760</sup> Brodsky & Adamski, *supra* 258, at 1066.

<sup>761</sup> Securities Exchange Act of 1934 § 15(b)(4)(C), 15 U.S.C.A. § 78o(b)(4)(c).

<sup>762</sup> Investment Company Act § 9(a)(2), 15 U.S.C.A. § 80a-9(a)(2).

により提起される民事制裁訴訟の既判力（collateral estoppel）は一般的な民事訴訟と他の SEC 行政処分<sup>763</sup>にも及ぶ<sup>764</sup>から、SEC 民事制裁訴訟の被告となった者は、自己に不利な争点効（offensive collateral estoppel）を生じる<sup>765</sup>ことを恐れて、終局判決において責任が認定される前に、SEC との和解成立を強く望むインセンティブがあると考えられる<sup>766</sup>。

## 第 2 款 民事制裁金制度

本来 SEC により提起できる 10b-5 民事制裁訴訟の目的は、資本市場の効率性と公正性を促進する観点から証券詐欺を抑止することであるのに対して、個人投資家により提起できる 10b-5 民事訴訟の目的は、投資家保護の観点から不実開示により損害を被った投資家に救済を与えることである<sup>767</sup>。そして、SEC に付随的救済として使われている不正利得返還の目的は元々投資家への損害補填ではなく、未公開の内部情報に基づいて利益を取得したインサイダー被告<sup>768</sup>や他の不公正証券取引行為<sup>769</sup>を行なった被告に、これらの違法行為から得られる不当な利益を没収することである。不正利得の返還は投資家の損失を基準にする懲罰的な措置ではなく、被告が取引から得られた利益を基

---

<sup>763</sup> Pickholz, Marvin G. & Brodsky, Richard E., An Assessment of Collateral Estoppel and SEC Enforcement Proceedings After Parklane Hosiery Co. v. Shore, 28 Am. U. L. Rev. 37, 56-59 (1978)[この点に関して、SEC 差止救済訴訟と行政処分を区別する必要はないと主張する].

<sup>764</sup> 黒沼・前掲（注 99）233 頁。

<sup>765</sup> Parklane Hosiery Co., Inc. v. Shore, 439 U.S. 322 (1979)[連邦最高裁は本件判決において、SEC による差止救済訴訟において被告の責任が認められた場合、民事訴訟の原告が当該争点においての争点効を主張することができるかと判断した].

<sup>766</sup> Id., at 355-56[Rehnquist dissenting]; Brodsky & Adamski, supra 258, at 1067.

<sup>767</sup> John D. Ellsworth, Disgorgement in Securities Fraud Actions Brought by the SEC, 1977 Duke L. J. 641, 644 n15; Rose, supra 74, at 1310; Black, supra 65, at 318.

<sup>768</sup> See Texas Gulf, supra 68, at 1307-08[不当利得返還請求に関するリーディングケースとして、第 2 巡回裁判区上訴裁判所が本件判決において不当利得返還の必要性を意識し、SEC が付随的救済として主張した不当利得返還請求を初めて認め、重大なインサイダー情報を利用して儲かった被告に、インサイダー取引から得られた利益を吐き出すことを命じた]; Black, supra 65, at 320.

<sup>769</sup> SEC v. First City Financial Corp., Ltd. 890 F.2d 1215, 1229-32 (D.C. Cir. 1989)[裁判所は本件事件において、不当利得返還措置はインサイダー取引事件に限らないことを示していた。被告会社が 13 条(d)項に違反する行為を行なうことによって不当な利益を得ていたから、裁判所は当該不当利得の返還を被告会社に命じていた].

準にする矯正手段である<sup>770</sup>。SECは法的訴訟だけではなく、行政手続において不当利得返還措置を取ることでもできる<sup>771</sup>。当該不当利得返還処分は、裁判所とSECの自由裁量に委ねられるから、収集された金額が少ないのに対して、認識できる損害を受けた投資家の人数が多く、投資家に返還するのが経済的に望ましくないと判断される場合、SECが証券法違反者から収集された当該不当利得を国庫に納付することを裁判所に請求するか、自ら決定することができる<sup>772</sup>。

不当利得返還措置は違法状態を元に戻すという是正効果しかないから、どれだけの抑止効果を発揮できるかに関して、議員達が懸念を示し<sup>773</sup>、1990年に制定された証券執行救済及びペニースtock改革法（Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform）においては、証券諸法違反全般に関する民事制裁金制度（civil penalty）を導入した。当該民事制裁金制度はあくまでSEC制裁行為の抑止効果を強めるために作られた制度であるから<sup>774</sup>、法文により、会社か個人かを問わず、証券諸法違反者から民事制裁訴訟又は行政手続を通じて収集した民事制裁金は、違反行為から損害を受けた投資家に返すのではなく、国庫に納付することが定められている<sup>775</sup>。

SECの制裁行為に期待する違法行為を抑止するという単一の役割から、違法行為抑止と投資家救済という二重の目的を兼ねる役割に転換するきっかけ

---

<sup>770</sup> SEC v. Blavin, 760 F.2d 706, 713 (6<sup>th</sup> Cir. 1985)[不当利得返還措置の目的は詐欺被害者に補償することではなく、被告が不当に得られた利益を手放させることである]; SEC v. First Jersey Secs., Inc., 101 F.3d 1450, 1475 (2d Cir. 1996)[連邦証券法の有効なエンフォースメントを達成するために、SECは法律違反者から証券法違反行為から利益を奪わなければならない。もしそうでなければ、SECによる強制措置から生ずる抑止効果が大いに軽減されることになる]; SEC v. Cavanagh, 445 F.3d 105, 117 (2d Cir. 2006)[不当利得返還という救済措置の目的は、投資家に補償をするためではなく、法律違反者から不当な利得を吐き出させることである]; Report Pursuant to Section 308(c) of the Sarbanes Oxley Act of 2002, 2, <http://www.sec.gov/news/studies/sox308creport.pdf>; Verity Winship, Fair Funds and The SEC's Compensation of Injured Investors, 60 Fla. L. Rev. 1103, 1112-13 (2008).

<sup>771</sup> Penny Stock Reform Act of 1990, Pub. L. No. 101-429, § 102(e), 104 Stat. 931 (1990); Winship, supra 770, at 1112.

<sup>772</sup> See SEC Report, supra 770, at 14; Winship, supra 770, at 1113.

<sup>773</sup> Senate Report S. Rep. No. 101-337, 7-9 (1990).

<sup>774</sup> Annette L. Nazareth, Speech by SEC Commissioner: Remarks Before the SEC Speaks Conference (Mar. 3, 2006).

<http://www.sec.gov/news/speech/spch030306aln.htm>; See Senate Report, supra 773, at 8.

<sup>775</sup> Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990, Pub. L. No. 101-429, § 101, 104 Stat. 931 (1990).



は、2002年に制定されたサーベンス・オクスレー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）である<sup>776</sup>。同法の Fair Fund 条項により、SEC が証券諸法違反者に対して、不当利益の吐き出しを求めることができるのに加えて、同一人物に民事制裁金を課すこともできる。しかも、SEC が民事制裁訴訟や行政手続において個人と法人両方を含む証券諸法違反者から徴収された罰金、又は和解により違反者から得られる和解金<sup>777</sup>は国庫ではなく、救済基金（disgorgement fund）に追加して、違法行為から損害を受けた投資家に分配することができる<sup>778</sup>。それで、当該条項の発動には二つの前提条件があり、一つは証券諸法違反者に不当利益の吐き出しを求めることであり、もう一つは同じ違反者に対して民事制裁金（civil penalty）を課すことである<sup>779</sup>。こういう法律制定により、発行会社が不実開示などの証券諸法違反行為から直接利益を得ていない限り、SEC が発行会社に対して、投資家救済のための Fair Fund を徴収することはできなくなるから、発行会社が損害賠償金を支払う場合の利益循環（circular）問題をある程度回避することができると考えられる<sup>780</sup>。SEC は大型な証券諸法違反行為を行なった会社に対して、投資家救済目的と違法行為抑止目的を達成するために、発行会社に制裁金を課す必要があると判断する場合、名義上の不当利益として 1 ドルを求めることもある<sup>781</sup>。

---

<sup>776</sup> Winship, supra 770, at 1118.

<sup>777</sup> U.S. Government Accountability Office, Rep. No. Gao-07-830, SEC: Additional Actions Needed to Ensure Planned Improvements Address Limitations in Enforcement Division Operations 14 (2007), <http://www.gao.gov/new.items/d07830.pdf>.

<sup>778</sup> Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, § 308, 116 Stat. 745 (15 U.S.C. § 7246(a) (2006)); Winship, supra 770, at 1118; 野村亜紀子「米国 SEC の法人に対する民事制裁金の考え方」資本市場クォーターリー（2006 Spring）、58 頁；証券諸法違反者から徴収した民事制裁金が小さいのに対して、損害を受けた投資家が多数ある場合に、SEC は民事制裁金を投資家に分配することは経済的に不合理であると判断することがあり、投資家に分配するのではなく、国庫に納付することを決めることができる。Adoption of Amendments to the Rules of Practice and Delegations of Authority of the Commission, Exchange Act Release No. 34-49412, 66 Fed. Reg. 13, 166, 13, 173 (Mar. 12, 2004).

<sup>779</sup> See supra 778, SOX § 308.

<sup>780</sup> Black, supra 65, at 326-27; Testimony Concerning Returning Funds to Defrauded Investors: Before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises, Committee on Financial Services, 108<sup>th</sup> Cong. 7 (2003)[Stephen M. Cutler 発言] <http://www.sec.gov/news/testimony/022603tssmc.htm>

<sup>781</sup> Black, supra 65, at 330; 2004 年 Lucent Technologies 事件において、SEC の調査活動について Lucent 会社は必要な協力を欠如していたことを理由に、SEC に 2 千 5 百万ドルの罰金を課された <http://www.sec.gov/about/secpar/secpar04.pdf>; 2006 年 McAfee 事件、<http://www.sec.gov/litigation/complaints/comp19520.pdf>

調査報告によると、SOX が制定されてから 5 年間に、SEC が毎年 218 件から 335 件の民事制裁訴訟を起こし、平均 16 億ドルの不当利得返還金額と 11 億ドルの制裁金を徴収し<sup>782</sup>、その多くは大型の金融詐欺事件から徴収したものである<sup>783</sup>。SOX が施行される直前に、SEC が Xerox 会社に対して課した 1000 万ドルの罰金は当時において金融詐欺事件につき発行会社に課した罰金の最高記録であったが、SOX 施行後の事例を見ると、SEC により課された民事制裁金がそれを遥かに超えていることが明らかである<sup>784</sup>。2009 年から、SEC が複雑かつ優先順位の高い事件に対応する能力を高めるように努め始めるようになり、2011 年には内部告発部門も創設し、民事制裁訴訟を含めて SEC により提起される制裁事件の数がさらに増加した<sup>785</sup>。

一方、SOX により、SEC が不公正取引行為を行なう者に対して高額な制裁金を課すことは、実質的に 10b-5 民事訴訟と同じで、投資家間の利益移転という circular 問題を起こしているのではないかという懸念がある<sup>786</sup>。それに対して、2006 年 SEC が「民事制裁金に関するステートメント (Statement

---

<sup>782</sup> Black, supra 65, at 328(これらの数値は Black が SEC ホームページに掲載された年度報告書、Select SEC and Market Data 報告書から分析した結果である <http://www.sec.gov/about.shtml> )。

<sup>783</sup> 2003 年 SEC が Enron 事件において 3 億 1 千 6 百万ドルを徴収し、Xerox 事件において 2 千 2 百万ドルの制裁金を徴収して投資家に分配した(2003 年度 SEC 年度報告書、16 頁 <http://www.sec.gov/pdf/annrep03/ar03full.pdf> ); 2004 年 SEC が Lucent Technologis 事件において 2 千 5 百万ドルを徴収し、Computer Associates 事件において 2 億 2 千 5 百万ドルを徴収して投資家に分配した(2004 年度 SEC 年度報告書、24 頁 <http://www.sec.gov/about/secpar/secpar04.pdf> ); 2005 年 SEC が Time Warner 事件において 5 億 5 千万ドルを徴収して投資家に分配した(2005 年度 SEC 年度報告書、7 頁 <http://www.sec.gov/about/secpar/secpar2005.pdf> ); 2006 年 SEC が McAfee, AIG, Fannie Mae と Tyco 事件において合計 12 億 5 千万ドルを徴収して Fair Fund を通じて投資家に分配した(2006 年度 SEC 年度報告書、8-9 頁 <http://www.sec.gov/about/secpar/secpar2006.pdf> ); 2007 年 SEC が Mercury から 2 千 8 百万ドル、ConAgra 会社から 4 千 5 百万ドル、Cardinal Health から 3 千 5 百万ドルを徴収して投資家に分配した(2007 年度 SEC 年度報告書、91 頁 <http://www.sec.gov/about/secpar/secpar2007.pdf> )。

<sup>784</sup> Stephen M. Cutler, Speech by SEC Staff: 24<sup>th</sup> Annual Ray Garrett Jr. Corporate & Securities Law Institute (2004) <http://www.sec.gov/news/speech/spch042904smc.htm> .

<sup>785</sup> David F. Marcus & Sara E. Gilley, The Future of SEC Enforcement Actions, <https://www.law360.com/> 1 頁。

<sup>786</sup> Cynthia A. Glassman, Speech by SEC Commissioner: SEC in Transition: What We've Done and What's Ahead (June 15, 2005), <http://www.sec.gov/news/speech/spch061505cag.htm> .

Concerning Financial Penalties)」<sup>787</sup>を發表し、会社に対する制裁金制度は SEC が適切な抑止目的を達成するための重要な手段であり、SEC が発行会社に対して制裁金を課す際に、i 証券諸法違反行為により、発行会社が直接的な利益を得ていたかどうか、ii 違法行為から損害を被った投資家にとって、民事制裁金を課すことは損害を補填することになるか、それとも損害をさらに拡大することになるか、iii 同種の違法行為に対する抑止効果、iv 当該証券諸法違反行為が及ぼす被害の程度、v 証券諸法違反行為は社内の多数者の共謀によるものかどうか、vi 違反者にはどれほどの詐欺的な意図を有するか、vii 同種の違法行為の摘発が困難であるかどうか、viii 会社が適切な是正措置を講じたかどうか、ix 会社が SEC 及びその他の法執行機関の制裁活動に協力を与えたかどうかという九つの考慮要素を指摘した<sup>788</sup>。

しかし、SEC の人的資源と経済資源には限界があり<sup>789</sup>、すべての証券諸法違反行為を規制することは不可能である。SEC が一つの案件に着手してから民事制裁訴訟を提起するまでの調査活動はだいたい2年ぐらいかかり<sup>790</sup>、しかも証券詐欺行為の発生時から起算する5年間の提訴期限を服さなければならぬ<sup>791</sup>。理論的に考えれば、一般投資家が SEC による民事制裁訴訟から取得できる金額は、10b-5 民事訴訟から取得できる金額より多いはずであるが、実際の統計データによると、10b-5 民事訴訟から一般投資家原告が得られる和解金は、SEC が民事制裁訴訟から得られる和解金より遥かに多いことが明らかである<sup>792</sup>。その理由はおそらく、民事制裁訴訟が取得できる賠償金は弁護士費用に費やさずに投資家にすべて分配できるというメリットより、SEC 行政官は民事原告弁護士に比べて、より高い賠償金を獲得するインセンティブが遥かに弱いというデメリットが大きいこと<sup>793</sup>や、SEC が被告と和解について協議する際に、投資家救済だけではなく、長期的な観点から会社内部管理システムの向上や、コーポレート・ガバナンスの強化なども考慮すること<sup>794</sup>にあるだろうと分析する説もある。いずれにせよ、現行制度の下で、10b-5 民事訴訟をなくして SEC の力だけを頼って、不実開示行為を含むすべての不正証券取引行為を規制して投資家救済の目的を実現することに期待するのは現実的ではないと思われる。

---

<sup>787</sup> Statement of Securities and Exchange Commission Concerning Financial Penalties (Jan. 4, 2006), <http://www.sec.gov/news/press/2006-4.htm>.

<sup>788</sup> Id; Black, supra 65, at 339; 野村・前掲 (注 778) 58 頁。

<sup>789</sup> Bratton & Wachter, supra 178, at 151-155.

<sup>790</sup> Marcus & Gilley, supra 785, at 2.

<sup>791</sup> Gablil et al. v. SEC, 568 U.S. (2013).

<sup>792</sup> Coffee, supra 66, at 1542-43.

<sup>793</sup> Black, supra 65, at 339.

<sup>794</sup> Id, at 345.

### 第3節 10b-5 民事訴訟と SEC 制裁措置の調和

前述したように、現代アメリカの証券市場と投資家の性質から分析すると、発行会社に流通市場における不実開示を負わせることは不当な利益移転を生じることを考えれば、10条(b)項及び規則 10b-5 が黙示的な私的訴訟原因として民事訴訟に適用する際に予想された投資家への損害賠償目的には正当性を欠いていると言わなければならない。従って、現代において不実開示民事訴訟の最も重要な目的は投資家への損害賠償目的ではなく、不実開示への抑止目的であると考えられる。しかし一方、本編第3章で論じた通り、10b-5 民事訴訟は不実開示を計画して実行する者に対してどれだけの抑止効果を果たすことができるかについては疑問であり、現行制度もとの 10b-5 民事訴訟は発行会社に対して過剰規制 (over-deterrence) の虞を生じる一方、発行会社の役員など何らかの個人利益を図る目的で不実開示を計画する者、PSLRA を悪用して責任逃避する者や、不実開示計画に加担するゲートキーパーなどの第二次責任者に対して適切な制裁を加えない虞 (under-deterrence) もある<sup>795</sup>。FOTM 訴訟を中心にする現行の 10b-5 民事訴訟はうまく機能していないというのがもはや学界においての一般的な認識である<sup>796</sup>。近時において、FOTM 民事訴訟を徹底的に廃除して circular 問題を生じる不実開示事件についての規制は SEC に委ねるべきであるかどうか、あるいは現行制度をどうやって調整すれば上記の問題を解決できるかという課題についての論争が盛んである。

アメリカ法学研究者は 10b-5 民事訴訟と SEC による制裁措置の特徴を意識しながら、いろいろな制度改革に関する提案をしている。例えば、10b-5 民事訴訟が生じる circular 問題を緩和すると同時に、抑止目的の観点から不実開示を計画して実行する者の責任を厳しく追及することに重視し、発行会社が証券取引に直接に参加しなかった流通市場における不実開示事件において、SEC が議会から与えられた権限<sup>797</sup>を用いて公共利益の考慮から発行会社を 10b-5 民事訴訟の規制対象から取り除き、監査役など証券市場のゲートキーパーとして役割を果たす者に賠償額の上限を設定する厳格責任を負わせるア

---

<sup>795</sup> John C. Coffee, *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. Penn. L. Rev. 229, 305 (2007); Rose, *supra* 74, at 1303.

<sup>796</sup> James D. Cox & Randall S. Thomas, *Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical Evidence and Legal Implications of the Failure of Financial Institutions to Participate in Securities Class Action Settlements*, 58 Stan. L. Rev. 411, 449-52 (2005); Rose, *supra* 74, at 1301; Fox, *supra* 57, at 252; Howell E. Jackson & Mark J. Roe, *Public and Private of Enforcement of Securities Law: Resource-Based Evidence*, 93 J. Fin. Econ. 207, 209 (2009); Bratton & Wachter, *supra* 178.

<sup>797</sup> Securities Exchange Act of 1934 § 36(a)(1), 15 U.S.C. § 78mm(a)(1)

アプローチを主張する説<sup>798</sup>がある。流通市場の不実開示事件を巡る 10b-5 民事訴訟において、被告の主観的状态に応じて賠償額に上限を設定すべきであると主張する説<sup>799</sup>もある一方、現行の規則 10b-5 民事訴訟の代わりに、不実開示について被告の主観的認識を基準にして相応の民事制裁制度を設計すべく、SEC による監督の下で原告弁護士を賞金稼ぎとして起用する報奨制度を提唱する説もある<sup>800</sup>。さらに、10b-5 民事訴訟には circular など根治できない問題があることを意識しながら、SEC の制裁には限界があるから、10b-5 民事訴訟が SEC による制裁の補助として使われ、不実開示についての規制を現行の 10b-5 民事訴訟から段々と SEC による制裁に移行することを提案する説<sup>801</sup>もある。

確かに、流通市場における不実開示が生じる利益移転は投資家間に行なわれるから、それにより誰が損をしたのか、または誰が得をしたのかは全くランダムなことであるが、不実開示により損を受けた人が存在する以上、その人には合理的な損害賠償請求権がないと言うことができない。しかし、発行会社に残る株主の負担により、これらの投資家の損失を全額補填することも明らかに公平性を欠いていると言わなければならないと思われる。それで、両者の利益をどう調整すればいいかはきわめて難しい問題であり、アメリカ研究者により挙げられた上記提案のいずれにも、この問題を完璧に解決することができない。従って、一つ一つ具体的な事件において、不実開示により生じる損害を正確に清算することを求めるより、長期的な観点からどのような制度設計をしたら、一番大きな抑止力を生み出すことができるかという問題に着眼するほうは合理的ではないかと思われる。こういう意味で、不実開示に関するアメリカの議論や制度設計には参照すべきところが多いと思われる。

---

<sup>798</sup> Coffee, supra 66, at 1583; Coffee, supra 636, at 349-53; Partnoy, supra 641, at 540-46; Eric L. Talley, Cataclysmic Liability Risk Among Big Four Auditors, 106 Colum. L. Rev. 1641 (2006)

<sup>799</sup> Langevoort, supra 83, at 657-61.

<sup>800</sup> Alexander, supra 182, at 1508-13, 1516-19.

<sup>801</sup> Bratton & Wachter, supra 178.

### 第3部 日米比較の視点から見る日本の不実開示民事規制

第3部では、序論部分で提起した問題意識を踏まえ、アメリカ法研究から得られた視点を用いて、日本の情報開示制度、発行市場と流通市場における不実開示民事制度及び課徴金制度について分析した上で、不実開示民事規制に関する日米の法制度と規制の現状の相違点を整理し、日米比較の観点から日本の現行制度に潜んでいる問題について提言を試みたい。

#### 第1章 日本の情報開示制度

金商法上の情報開示制度は、①発行会社が証券を公開発行する際に求められる「発行開示」と、市場において一定の流動性のある証券発行者に求められる「継続開示」を合わせた「企業内容等に関する開示制度」、②発行者以外の者による「他社株公開買付け」と発行者による「自社株公開買付け」を合わせた「公開買付けに関する開示制度」、③5%ルールと呼ばれる「株券等の大量保有の状況に関する開示制度」、及び④プロ向け市場における「特定証券情報等の提供または公表制度」から構成されている<sup>802</sup>。

投資家が投資判断を行なうためには、発行会社に関する情報を把握しなければならない。投資家と発行者の間に存在する情報格差を是正するため、又は資本市場における公正な価格の形成を確保するために金商法が定めているのは①の企業内容等に関する開示制度である<sup>803</sup>。発行会社により開示される情報は一般投資家の投資判断の参考となるだけでなく、現代証券市場においては、報道機関、アナリスト、格付会社や機関投資家などの専門機関による情報分析の基礎でもあるから<sup>804</sup>、個々の投資家がこれらの情報から直接又は間接的な影響を受けて行なった投資判断が集積されることによって、流通市場における適正な証券価格が形成される<sup>805</sup>。発行会社が不実の情報開示を行なうことにより、公正な市場価格の形成が妨げられ、証券市場の仕組みそのものが歪められることになり、不実開示は、証券市場の公正性と透明性を害する不公正証券取引行為の中で最も非難されるべき行為であると指摘されている<sup>806</sup>。

具体的には、金商法により定める情報開示は公開会社が証券を発行する際に内閣総理大臣に提出する有価証券届出書（金商法5条1項）、外国会社届

<sup>802</sup> 小谷融編著『金融商品取引法における課徴金事例の分析Ⅱ虚偽記載編』15頁（商事法務、2012）。

<sup>803</sup> 松尾直彦『金融商品取引法〔第2版〕』84頁（商事法務、2013）。

<sup>804</sup> 松尾・前掲（注803）85-86頁。

<sup>805</sup> 加藤・前掲（注11）819頁。

<sup>806</sup> 岡田＝吉田＝大和・前掲（注4）46頁、三井・前掲（注10）30頁。

出書（同法同条 6 項）、目論見書（同法 13 条）、発行登録書（同法 23 条の 3）、発行登録追補書類（同法 23 条の 8）、特定証券情報（法 27 条の 31）及び外国証券情報（同法 27 条の 32 の 2 第 1 項）により行なわれる発行開示と、上場会社が流通市場に向けて内閣総理大臣に定期的に提出する有価証券報告書（同法 24 条 1 項、5 項）、外国会社報告書（同法同条 8 項）、内部統制報告書（同法 24 条の 4 の 4）、親会社等状況報告書（同法 24 条の 7）、発行者情報（同法 27 条の 32）、四半期報告書（同法 24 条の 4 の 7）、半期報告書（同法 24 条の 5 第 1 項）により行われる継続開示、及び臨時報告書（同法 24 条の 5 第 4 項）など発行会社に関わる一定の事実が発生する場合にその事実の開示を強制する臨時開示制度などがある<sup>807</sup>。

金商法により定められる上記法定開示以外に、金商法の下で取引所の自主規制による<sup>808</sup>適時性を重視する適時開示（タイムリー・ディスクロージャー）<sup>809</sup>があり、会社法上も会社が株式、新株予約権または社債を発行する際に、潜在的な投資家に向けて会社の基礎事項、計算書類、事業報告や附属明細書などの重要事項を開示する義務を有すると定めている（会社法 59 条 1 項、203 条 1 項、242 条 1 項、435 条、442 条、677 条 1 項）。金商法上の開示規制と会社法上の開示規制との相違については、会社法上の開示規制は株式、社債などが発行されるすべての場合に適用されるのに対して、金商法上の開示規制は株式、社債などの企業金融型証券と集団投資スキームや資産担保証券などの資産金融型証券の両方に適用される一方、証券が新たに発行される場合、又は発行済の証券が新たに売り出されたりする場合でも「募集」や「売出し」に該当しない限り金商法上の開示規制を受けることはないこと、会社法は形式的な内容についての開示を求めるのに対して、金商法は企業情報と証券情報に関する詳細な内容の開示を求めていること、金商法上の開示情報は行政機関の審査を受けることなどが挙げられる<sup>810</sup>。

公開会社が発行価額又は売出価額の総額が 1 億円以上の有価証券を募集又は売出しする場合には、適用除外事項に定められる状況（ストック・オプション、適格機関投資家取得有価証券一般勧誘など同法 3 条、4 条 1 項、5 条 1 項 6 項）に該当しない限り、原則としては有価証券届出書を提出しなければ

---

<sup>807</sup> 松尾・前掲（注 803）91 頁。

<sup>808</sup> 金商法 117 条 4 号が取引所開示の直接の法的根拠となっている。

<sup>809</sup> 適時開示の基本的事項について、上場会社の会社情報及び子会社等の情報の適時開示（東証有価証券上場規程 402 条、403 条）、上場会社及び一定の子会社等の売上高・営業利益・経常利益・純利益の予想値の修正（同規程 405）などの適時な情報の発表が義務づけられている。松尾・前掲（注 803）88-89 頁。

<sup>810</sup> 近藤＝吉原＝黒沼・前掲（注 1）109~110 頁。



ならない。継続開示を行っていない会社、又は最近継続開示を始めたばかりの会社は、完全開示方式に従い、有価証券届出書において、有価証券の募集又は売出しに関する証券情報と、発行会社やその属する企業集団や当該会社の事業内容などに関する企業情報をすべて記載しなければならない（同法5条1項、開示府令8条1項1号）<sup>811</sup>。

前記第2部の第2章で論じた通り、アメリカは1982年に、効率的市場仮説の影響を受け、上場会社やその発行証券に関する情報は市場に浸透しているから、常に厳格な開示義務を課しても新たな便益を生むことができない一方で、発行開示と継続開示にある重複部分、証券発行のコストと効率性を考慮して、発行開示と継続開示を統合する開示制度を導入し、発行会社の性質により発行開示制度を三つのカテゴリーに分けることにした<sup>812</sup>。日本の証券市場の効率性や成熟度については、アメリカのような簡略化した開示制度に適合するかどうかという観点から懸念を示した見解もあったが、昭和63年に日本もアメリカに倣って証券発行時において発行会社の負担を軽減するために、発行開示と継続開示を統合する開示制度に改正し、組込方式と参照方式による開示制度を導入することになった<sup>813</sup>。

1年以上継続開示を行なった発行者は、組込方式に従い、証券情報は有価証券届出書に記載しなければならないが、企業情報は直近の継続開示書類の写しを綴じ込み、かつこれらの継続開示書類の提出後に発生した重要事実を追完情報として記載する形で十分である（同法5条3項、開示府令9条の3）。参照方式においては、1年以上継続して有価証券報告書を提出し、かつ発行会社に関する企業情報が市場に広く知られている（周知性要件）<sup>814</sup>発行者が、直近の継続開示書類を参照すべき旨を記載して企業情報の開示が認め

---

<sup>811</sup> 近藤＝吉原＝黒沼・前掲（注1）138頁。

<sup>812</sup> 前記第2部第2章第1節。

<sup>813</sup> 近藤＝吉原＝黒沼・前掲（注1）139～141頁。

<sup>814</sup> 近藤＝吉原＝黒沼・前掲（注1）139頁。周知性の基準について、発行者の発行株式が金融商品取引所に上場しているか又は店頭登録されている場合に、発行済株券の平均年間取引金額と時価総額が100億円以上であり、最近3年間の発行済株式の平均時価総額が250億円以上であり、過去5年間において発行開示を行なって発行した社債券等の券面総額が100億円以上であり、法令により優先弁済を受ける権利を保証される社債券が既に発行されていることのいずれに該当する場合である。そして、発行会社により発行された株式が日本においての上場も店頭登録もしていない場合に、その発行株式が指定外国金融商品市場に上場し、かつ当該株券について、外国金融商品市場における基準時時価総額が1000億円以上であり、又は過去5年間において発行会社により発行された社債券等の券面総額が100億円以上である場合は周知性があると認められる。



られることになる（同法 5 条 4 項、開示府令 9 条の 4）。現在では上場会社株式の公募発行はほとんど参照方式により行なわれている<sup>815</sup>。

アメリカでは、統合開示制度を導入すると同時に、発行歴がより長い又は規模がより大きい発行会社を対象にする発行開示要件をさらに緩和する一括登録発行制度も検討し、翌年に施行することになった<sup>816</sup>。日本においても一括登録発行制度が日本に適するかどうかに関する議論があったが<sup>817</sup>、昭和 63 年に発行登録制度を導入した。発行登録制度の利用適格要件は参照方式の適格要件（同法 5 条 4 項）と同じであり（同法 23 条の 3 第 1 項）、発行会社が一定の発行予定期間<sup>818</sup>における発行予定額<sup>819</sup>などを記載した「発行登録書」を提出すれば、実際に募集又は売出しを行なう際に、個別の発行価額や発行条件などを記載した簡易な「発行登録追補書類」を提出するだけで（同法 23 条の 8 第 1 項）、効力発生を待つという待機期間も不要で、直ちに証券を発行することができる<sup>820</sup>。

日本の情報開示制度の構造、変遷及び制度趣旨はアメリカと類似していると考えられ、発行会社が発行市場に向けて行なった発行開示より、流通市場に向ける継続開示により開示された情報量が大きいはずであり、継続開示が最重要な情報開示手段である。

---

<sup>815</sup> 近藤＝吉原＝黒沼・前掲（注 1）139 頁。

<sup>816</sup> 前記第 2 部第 1 章第 1 節。

<sup>817</sup> 大蔵省証券局企業財務課開示制度研究会編『新しいディスクロージャー制度の解説』別冊商事法務 103 号 25 頁、349 頁（1988）。引受証券会社が短時間で大量の証券を処分することが必要になるから、機関投資家中心に消化することが考えられること、引受証券会社の競争が過激化する虞、引受証券会社が発行審査にかかる時間が短縮されることにつれ、引受審査の質も落とされることになる虞などについて議論が行なわれた。

<sup>818</sup> 同法 23 条の 6 第 1 項、企業開示府令 14 条の 6 の定めにより、発行予定期間が 1 年間または 2 年間である。

<sup>819</sup> 同法 23 条の 3 第 1 項の定めにより、発行予定額が総額 1 億円以上である必要がある。

<sup>820</sup> 同法 23 条の 8 第 5 項、企業開示府令 14 条の 8、第 12 号様式、第 12 号の 2 様式など。

## 第2章 日本の不実開示民事規制

上記の通り、日本の証券市場における情報開示制度は幾つかの改正を経て、アメリカと同様に証券市場に向けた情報開示の中心は当初の発行開示から継続開示に移転するようになりつつある。不実開示についての民事責任の追及状況から見ても、アメリカでは発行開示における不実開示を規制する33年法11条より、34年法10条(b)項及び規則10b-5が投資家により用いられることが圧倒的に多いことが明らかである。その原因は、発行会社が流通市場に向けて発信する継続開示に含まれる情報量が多いということだけではなく、33年法11条は法定の発行開示書類に含まれる不実開示だけを適用対象とするのに対して、34年法10条(b)項及び規則10b-5は証券法上の法定開示書類だけではなく、発行会社及びその代表者により行なわれた幅広い情報開示を規制対象とする包括的な条文であることや、アメリカが発行市場における情報開示と流通市場における情報開示の性質の相違を念頭におき、それぞれに応じたかなり違う法的要件を設けていることにあると思われる。本章では上記で整理した日本の情報開示制度を踏まえ、各情報開示における不実開示についての民事責任のあり方について考察する。

### 第1節 発行開示における不実開示についての金融商品取引法上の責任

#### 第1款 発行開示における不実開示責任の規制範囲と責任主体

金商法により定められる情報開示書類に不実開示がある場合に、発行者又は不実開示に関係する者は金商法上の責任を負うことになる。具体的には、金商法上の発行開示書類である有価証券届出書、組込方式により情報開示が行なわれた場合の添付書類、訂正書類届出書の不実開示が含まれる<sup>821</sup>。一方、発行登録により情報開示が行なわれた場合、発行登録書類、添付書類、訂正発行登録書、発行登録追補書類及びその添付書類が含まれる<sup>822</sup>。これらの情報開示書類、及び発行会社が参照方式により証券発行を行なった場合に参照される継続開示書類<sup>823</sup>に不実開示が含まれる際に、金商法は投資家救済の目的から、発行会社及び不実開示に関連する者に対して金商法上の責任を課すことになる。具体的に、これらの書類に重要な事項について虚偽記載があり、又は記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要事項が欠けている場合、発行会社は募集又は売出しに応じた発行市場における

<sup>821</sup> 同法2条7項。

<sup>822</sup> 同法23条の12第5項。

<sup>823</sup> 近藤＝吉原＝黒沼・前掲（注1）202頁。

最初の取得者<sup>824</sup>に対して、19条に定められる原状回復を原則とする損害額<sup>825</sup>を賠償する無過失責任を負う。

不実開示の抑止目的又は発行会社が破産状態に陥った場合に投資家への救済目的を達成するために、金商法は発行開示に含まれる不実開示の責任主体を発行会社以外にも拡大している<sup>826</sup>。提出時発行会社の役員、売出人、監査証明を行なった監査法人と公認会計士、元引受人が募集又は売出しから証券の発行を受けた投資家に対して立証責任の転換された過失責任を負う<sup>827</sup>。さらに、日本はアメリカと違って、参照方式と発行登録方式による証券発行につき、参照書類に不実な情報が織り込まれている場合に、発行開示書類が提出された当時の役員は、当該参照書類提出時にすでに就任したかどうかに関わらず、当該不実開示についても発行開示書類の虚偽記載としての金商法21条の責任を負うことになる<sup>828</sup>。

## 第2款 流通市場における取得者と不実の発行開示責任

### 一 流通市場における不実の発行開示責任に関する日米の相違

規制範囲、責任主体、さらに損害推定などの責任構成から見ると、発行開示における不実記載に関する金商法上の責任規定は、アメリカにおいて発行市場における不実開示責任を定める33年法11条と類似しているように見える<sup>829</sup>。しかし、証券法分野における集団訴訟の適用が認められて以来、アメリカにおいては11条訴訟が多く提起されているようになったが、証券が発

---

<sup>824</sup> 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（5・完）」法協106巻7号1191頁（1989）。

<sup>825</sup> 同法18条1項、同法23条の12第5項、同法19条第1項。証券法制研究会編『逐条解説証券取引法』127頁（商事法務研究会、1995）、黒沼悦郎「ディスクロージャーの実効性確保—民事責任と課徴金—」金融研究25巻75頁（2006）、岸田雅雄『注釈金融商品取引法（1）定義・情報開示第1条～第27条の35』255頁（加藤貴仁）（金融財政事情研究会、2011）、近藤・前掲（注6）35頁。

<sup>826</sup> 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』237頁（有斐閣、1984）、志村治美「証券取引上の民事責任」龍田節＝神崎克郎編『証券取引法大系・河本一郎先生還暦記念』562頁（商事法務研究会、1986）、岸田・前掲（注825）267頁（加藤）。

<sup>827</sup> 同法21条1項、23条の12第5項。

<sup>828</sup> 金商法23条の2及び23条の12第5項。佐藤岳仙「証券発行における弁護士の役割（下）—法律意見書とデュー・ディリジェンスの抗弁の検討を中心に—」商事法務2037号47頁（2014）。

<sup>829</sup> 前記第2部第2章第2節。

行会社により市場で売り出されると、発行価格より何倍もの市場価格総額で投資家の間で流通することが考えられること、2005年に導入された自動的一括登録制度により、発行会社が一括登録書類を提出すれば、何回かに分けて同じ種類の証券を発行することができるなどの原因により、裁判所は発行市場における不実開示責任を規制する33年法11条から救済を受けられる投資家の範囲を厳格に限定し、トレーシング要件を認めた。原告投資家は発行会社が不実記載を含む発行開示を行なって証券を発行する際に、発行会社から直接に証券を取得したか、又は流通市場から証券を取得した場合には当該証券は不実開示が伴った証券発行から取得したものでなければならない<sup>830</sup>。しかし、第2部で整理した通り、現代のアメリカ証券の取引の仕組から分析すると、新規発行ではない証券発行の際に、市場にある一般投資家が当該トレーシング要件を満たすことは難しい<sup>831</sup>だけではなく、連邦最高裁判所によるMorrison判決<sup>832</sup>の下で、11条の原告適格を有する者はアメリカ国内で証券を取得したものでなければならず、流通市場投資家は発行市場の投資家から当該原告適格を承継するために、発行市場投資家がまずこの原告適格を有しなければならないことになるから、発行市場から証券を取得した投資家が一人でもあれば、かつこの者がアメリカ流通市場で証券を売り出したら、流通市場投資家がトレーシング要件を満たすことがほぼ不可能となるほど極めて難しいと考えられる<sup>833</sup>。このため流通市場の投資家が11条により救済を受ける場合は極めて限定されていると思われる。このような現行法の下で、発行会社又は11条の被告として列挙された発行開示に関連する他の者は、発行開示書類を準備する際に、細心な注意を払うインセンティブが減少することになるのではないかと指摘する学説も多い<sup>834</sup>。

これに対して、金商法では発行開示に含まれる不実開示について、流通市場から証券を取得した一般投資家にも厚い救済を与えることにした。もともと金商法は、昭和46年改正において、流通市場の投資家を保護するために、有価証券届出書の提出時の役員、財務審査を行なった監査法人や公認会計士<sup>835</sup>に対して、立証責任の転換された過失責任を課している<sup>836</sup>。平成16年改

---

<sup>830</sup> 前掲第2部第2章第2節。

<sup>831</sup> 前掲第2部第2章第2節。

<sup>832</sup> Morrison v. National Australia Bank Ltd., 561 U.S. 247 (2010).

<sup>833</sup> Joseph A. Grundfest, Morrison, the Restricted Scope of Securities Act Section 11 Liability, and Prospects for Regulatory Reform, Stanford University Rock Center for Corporate Governance, working Paper Series No. 202, 4 (Mar. 2, 2015).

<sup>834</sup> Id, at 5.第2部第2章第2節参照。

<sup>835</sup> 同法第21条第1項第1号及び3号、同法第21条第2項第1号及び第2号。同法第21条により定められた売出人や元引受人が流通市場の一般投資家に対して発行開示書類に含まれる不実記載について賠償責任を負わないと

正においては、発行開示における虚偽記載について発行会社の無過失責任を定める明文の規定（同法 21 条の 2）が新設され<sup>837</sup>、平成 27 年改正においてそれを立証責任の転換された過失責任に見直すことになった。さらに、原告の立証責任を軽減するために、同法 21 条の 2 第 2 項は損害額及び因果関係についての推定を定めている。

## 二 制度趣旨に関する日米の相違

アメリカでは不実記載を含む発行開示が行なわれた場合に、発行された証券を取得した投資家でなければ、発行会社や他の不実開示に関連する者に対して 33 年法 11 条に基づいて損害賠償を請求することができないのに対して、金商法の下では不実開示を含む発行開示の責任者に対して損害賠償を請求できる投資家は、不実の発行開示が行なわれた際に発行された証券を取得しなければならないという制限がないだけでなく、募集された有価証券又は売り出された有価証券と違う有価証券を取得した投資家でも、発行者により提出された有価証券届出書に不実記載が含まれることを理由に損害賠償請求をすることができる<sup>838</sup>と解されている<sup>838</sup>。当該法制度の政策的考慮としては、有価証券届出書は内閣総理大臣に受理されてから 5 年間公衆縦覧に供され（同法 25 条 1 項 1 号 3 項、企業内容開示府令 21 条 1 号、23 条）、その間において公開されている発行開示書類は流通市場における継続開示書類と同じ機能を営んでいるから、発行開示に含まれる不実記載も流通市場における証券価格の形成に影響を与えることが認められるということがある<sup>839</sup>。証券市場の価格の形成がそれにより歪められることは否定できない以上、流通市場の一般投資家にも保護を与えるべきであるというのが本条の理論的根拠であると指摘されている<sup>840</sup>。

---

する。鈴木＝河本・前掲（注 826）231 頁、黒沼・前掲（注 824）1194 頁、岸田・前掲（注 825）313 頁。

<sup>836</sup> 「相当な注意」を用いても虚偽記載の存在について知ることができないことについての立証が被告役員に求められている。同法 22 条 2 項

<sup>837</sup> 近藤＝吉原＝黒沼・前掲（注 1）197-198 頁。

<sup>838</sup> 岸田・前掲（注 825）314 頁（加藤）、証券法制研究会・前掲（注 825）135 頁。

<sup>839</sup> 証券法制研究会編・前掲（注 825）134~135 頁。

<sup>840</sup> 近藤＝吉原＝黒沼・前掲（注 1）197 頁、黒沼・前掲（注 824）1194 頁、河本一郎＝関要監修『逐条解説証券取引法〔3 訂版〕』172 頁（商事法務、2008）、河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本』96 頁（有斐閣、2008）。発行開示に含まれる不実記載が流通市場において不当な資金配分を生じさせるから、有価証券届出書の不実記載に直接関与する者又は流通市場における不当な資金配分に密接に関わる者に、第三者に対する特別の民事責

以上に論じた通り、証券市場の公正性又は投資家の信頼を保護するために、金商法は発行開示における不実記載の民事責任について、民法上の不法行為責任の一般原則に修正を加え、損害賠償請求をする投資家に実質的に有利な民事責任規定を設けている。民法 709 条により定められる一般不法行為と比べて、金商法は、①発行会社に無過失責任、発行会社役員、監査法人、引受人に立証責任の転換された過失責任を課すこと、②投資家が発行会社に対して責任追及の訴えを提起する際に<sup>841</sup>、発行開示書類における虚偽記載が市場において公正な価格の形成を妨げることが認められるから、不実記載と自己の証券取引行為の間の因果関係を立証する必要はないこと、③発行開示書類に虚偽記載があることが認められたら、原告の損害額が同法 19 条によって法定されることという点で請求者に有利であるように設定している<sup>842</sup>。発行会社が不実開示に伴う証券発行により直接的な経済利益を得ている点から考えると、投資家救済を重視して発行会社に無過失責任を課しても不当ではないと思われるが、金商法はそれを発行開示書類の不実開示についての発行会社責任の理論的根拠として捉えるわけではなく、発行開示書類に含まれる虚偽記載が公正な市場価格の形成を妨げる点から、発行市場から証券を取得した投資家に対する発行会社の責任のみではなく、流通市場から証券を取得した投資家に対する発行会社の責任も認めることにした。

アメリカにおいては、証券が発行会社に発行されてからすぐ流通市場に転売され、発行価格の何倍にも当たる価格総額で流通することもあること、流通市場において証券の転売率が高くなるにつれ、被害が広まることになり、また発行開示における不実記載が市場に与える影響も次第に薄くなることについての考慮から、33 年法 11 条により発行市場にある投資家に与える保護を流通市場の一般投資家に広く及ぼすべきではないと考え、トレーシング要件だけではなく<sup>843</sup>、不実開示が含まれる登録発行書類の効力が発生してから 1 年以内に当該証券を取得した者でなければ、11 条により認められる信頼要

---

任を課すべきであると指摘した学説として、神田秀樹監修、野村證券法務部＝川村和夫編『注解証券取引法』140 頁（有斐閣、1997）。

<sup>841</sup> 同法 18 条 1 項、23 条の 12 第 5 項。

<sup>842</sup> 発行市場から証券を取得した投資家が発行会社役員、監査法人や元引受人に対して金商法 21 条 1 項または 23 条の 12 第 5 項に基づいて不実責任を追及する場合には、賠償責任額については 19 条のような特別規定が置かれていないので、原則としては民法上の一般原則により証明しなければならない。上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫監修『新版注釈会社法（13）』350 頁龍田節（有斐閣、1990）、黒沼・前掲（注 824）1192 頁、近藤＝吉原＝黒沼・前掲（注 1）183 頁。

<sup>843</sup> 前掲第 2 部第 2 章第 2 節第 2 款の 11 条の原告適格要件の部分を参照。

件についての推定が認められなくなり、原告投資家は自己が不実開示を見て信頼したから証券を取得したと証明しなければならないというように、33年証券法11条から救済を受けられる投資家の範囲を限定的に解釈し<sup>844</sup>、さらに原告が受けられる損害賠償額については発行価格を限度として設定するようになった<sup>845</sup>。

これに対して、統合開示制度が日本に導入される際に日本の研究者が指摘した通り<sup>846</sup>、日本の証券市場の効率性はそれほど高いかについて疑問がある一方、発行開示に含まれる不実記載の責任をそこまで広く認めることは発行会社に酷ではないかという懸念がある。アメリカで採用されているトレーシング要件は確かに厳しすぎると思われ、投資家保護に欠けていると考えられるが、流通市場における投資家間の利益移転や発行会社としてその損害をコントロールすることができないことから考えると、発行開示に含まれる不実開示についての民事救済は原則的に発行市場に限定すべきではないかと思われる。流通市場において証券を取得した投資家に発行開示に関する救済を与えたとしても、原告範囲や損害額の認定について一定の制限を設けるべきであると思われ、この要件を満たすことができない投資家はやはり一般的な流通市場投資家として取り扱うべきであり、発行会社に対して責任追及の訴えを提起する際により厳しい立証責任を課すべきではないかと思われる。

## 第2節 継続開示における不実開示についての金融商品取引法上の責任

### 第1款 役員の実責任

発行会社が金商法の定めにより内閣総理大臣に提出した有価証券報告書<sup>847</sup>、半期報告書<sup>848</sup>、四半期報告書<sup>849</sup>、臨時報告書<sup>850</sup>、及び内部統制報告書<sup>851</sup>など

---

<sup>844</sup> 前掲第2部第2章第2節第1款の11条の要件を参照。

<sup>845</sup> 前掲第2部第2章第2節第1款の11条の要件の損害部分を参照。日本でも、流通市場において証券の回転率が高くなるにつれ、市場参加者の数も多くなることで、不実開示が流通市場に生じる損害は発行市場より遥かに大きいことを指摘する見解として、溜箭・前掲（注36）61頁。

<sup>846</sup> 近藤＝吉原＝黒沼・前掲（注1）139～141頁。

<sup>847</sup> 発行会社が上場会社の場合は同法25条と開示府令21条の定めにより金融商品取引所で5年間公開されることを義務づけられている。

<sup>848</sup> 発行会社が上場会社の場合は同法25条の定めにより金融商品取引所で3年間公開されることを義務づけられている。

<sup>849</sup> 発行会社が上場会社の場合は同法25条の定めにより金融商品取引所で3年間公開されることを義務づけられている。

からなる法定の継続開示書類（同法 24 条）に不実開示がある場合、役員、監査法人と公認会計士には立証責任の転換された過失責任が定められ<sup>852</sup>、平成 16 年金商法改正において発行会社の無過失責任を定める 21 条の 2 が新設され、平成 26 年法改正でそれが立証責任の転換された過失責任に見直された。

原告投資家は、金商法の規定を使わなくとも民法 709 条や会社法 429 条に基づいて役員、監査法人や公認会計士に対して責任を追及することができる。金商法 24 条の 4 により責任追及が可能な者は虚偽記載の事実公表前の証券取得者に限定されるのに対して、会社法 429 条は虚偽開示から損害を受けたすべての者に救済の権利を与えている。会社法 429 条の下では、計算書類において不実開示を行なった役員は 429 条 2 項 1 号ロに定められる立証責任の転換された過失責任を負うのに対して、それ以外の役員は 429 条 1 項に定められる監督責任を負う。不実開示に関与していなかった役員は不実開示を知った時点で責任が確定されるわけではなく、是正措置や監査役への通報など監督責任を果たしたと見なされる行為があれば免責される余地がある<sup>853</sup>。

金商法の下でも、役員が払うべき相当な注意義務の内容と水準は各役員の地位、役割及び専門能力などに照らして判断すべきであると思われる<sup>854</sup>が、金商法上の規制対象となる法定開示書類の提出は重要な会社業務に当たるから、金商法 24 条の 4 では会社法 429 条のような明確な区別を設けず、より厳しい責任を規定しているように思われる<sup>855</sup>。不実開示書類提出時における役員全員が業務執行権の有無などに関わらず、理論上すべて同様の責任を負

---

<sup>850</sup> 発行会社が上場会社の場合は同法 25 条の定めにより金融商品取引所で 1 年間公開されることを義務づけられている。

<sup>851</sup> 発行会社が上場会社の場合は同法 25 条の定めにより金融商品取引所で 5 年間公開されることを義務づけられている。

<sup>852</sup> 有価証券報告書の虚偽記載については昭和 63 年改正に導入された 24 条の 4 により 22 条と同様な責任を提出時役員と監査法人と公認会計士に課している。半期報告書と臨時報告書に含まる虚偽記載についての準用規定は 24 条の 5 により定められ、四半期報告書、内部統制報告書と自己株券買付状況報告書についての準用規定はそれぞれ 24 条の 4 の 7 第 4 項、24 条の 4 の 6 により定められている。

<sup>853</sup> 近藤光男「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」金融商品取引法研究会研究記録第 41 号 13 頁（2013）。

<sup>854</sup> 神崎・前掲（注 11）221 頁。東京地判平成 21 年 5 月 21 日判時 2047 号 36 頁（ライブドア事件）。

<sup>855</sup> 石田眞得「上場会社・役員等の民事責任に関する問題点」大証金融商品取引法研究会（3）〔報告部分〕10 頁（2010）。



うことになる<sup>856</sup>。不実開示書類の作成に直接関与しなかった役員でも、有価証券報告書などの開示書類の全体にわたり、虚偽記載があるかどうかを互いに調査・確認し合う義務があり、虚偽記載に関わる業務の担当役員ではないことは当該義務を軽減する理由にならないと解されている<sup>857</sup>。具体的な判例を見ると、有価証券報告書の作成に関与せず、かつ新株予約権付社債の発行決議を行なう取締役会に参加しなかった役員は相当な注意を尽くしても虚偽記載を発見できないとして責任を否定した事例<sup>858</sup>、役員間の職務分担、不正会計処理の手法、監査法人による無限定適正意見の存在や他の役員が被告役員に発覚しないように不正な会計処理をしたなどの事情により、一従業員から取締役に昇格し、後で辞任した被告役員は相当な注意を用いても知ることができなかつたと認め、虚偽記載責任を否定した事例<sup>859</sup>や、損害の発生を予見する監査役は取締役の職務遂行に反対意見を表明して意見が受け入れられなかった場合に、当該監査役がただ単に辞任する意思を表明するだけでは足りず、リスク管理体制の構築を勧告し、さらに代表取締役の解職や解任決議を目的事項とする臨時株主総会の招集を勧告する義務があると判断した事例もある<sup>860</sup>。そして、もしある役員が虚偽記載の事実を知ってしまったら、訂正書類の提出を求めるなどの是正措置を取ったことは免責事由に当たらず、24条の4の責任を回避するためには虚偽記載のある開示書類の提出を実際に止めるか、あるいは提出前に虚偽記載の事実を自ら公表するか、辞任するかしかないと解する見解もある<sup>861</sup>。

## 第2款 監査法人と公認会計士の責任

金商法24条の4では発行会社役員のみならず、有価証券報告書の監査証明をした公認会計士や監査法人の不実開示責任も定めている。会社法429条2項4号も会計監査報告の虚偽記載について会計監査人の立証責任の転換された過失責任を定めている。いずれの規定にしても、監査法人と監査報告書に署名押印した社員及びそれと同視できる程度に監査報告書の作成

<sup>856</sup> 近藤・前掲（注853）15頁。

<sup>857</sup> 東京高判平成23年11月30日判時2152号116頁（ライブドア役員の損害賠償責任事件）。

<sup>858</sup> 前掲（注47）（アーバンコーポレーション役員の損害賠償責任事件）。

<sup>859</sup> 東京地判平成25年2月22日金法1976号113頁（シニアコミュニケーション役員の損害賠償責任事件）。一方、同じく従業員から昇任したばかりの役員被告は、自己が虚偽記載について認識はなく、就任した直後でその提出を阻止することもできなかったことを主張したのに対して、就任前後において具体的な措置を取らなかったことを理由に、その責任を肯定した事案もある。前掲（注854）（ライブドア事件）。

<sup>860</sup> 大阪地判平成25年12月26日判時2220号109頁。

<sup>861</sup> 黒沼＝永井＝中村＝石塚・前掲（注15）14頁。

に關与した社員が一次的な責任を負い<sup>862</sup>、さらに監査法人が完済できない場合に社員は公認会計士法 34 条の 10 の 6 第 1 項により無限責任を負うこととされている<sup>863</sup>。

財務書類という監査法人の責任に関わる開示書類について、発行会社が財務諸表自体を作り、会計監査人が発行会社と結ばれた監査契約に基づいて問題があるかどうかをチェックする形で監査を行なうから、二重責任が生じ得る<sup>864</sup>。専門家である監査法人や公認会計士の相当な注意とは、これらの者が会計監査をしている際に、監査計画の策定から監査意見の形成までの一連のプロセスは「一般に公正妥当と認められる監査に関する基準」に従って行動することであると認識されている<sup>865</sup>。

アメリカでは会計監査人は弁護士や証券会社と同じく、発行会社が開示書類を提出する際に、自らの名声や信用により開示情報や証券情報の真実性を担保するゲートキーパーであると考えられている。流通市場における虚偽記載責任も会計監査人や公認会計士に限定することなく、広く一般的に認められている。責任の分担と違法行為への抑止効果から見れば、これらのゲートキーパーの責任を認めることは投資家救済と抑止目的の達成に資するように考えられるが、ゲートキーパーの責任リスクが大きくなるとともに、手数料が引き上げられることになるということが考えられるから、証券発行コストも増加することになる。このコストは市場に参加した投資家に転嫁されるだけではなく、企業を証券市場から遠ざけることになり、証券市場の発展を妨げることに繋がることも考えられる。既に紹介した通り、アメリカでは判例法上のゲートキーパーの責任要件が厳しくなりつつある。特に、連邦最高裁判所が Janus 判決において下した判断によれば、不実開示書類や情報発表の内容に最終的な決定権を有しないゲートキーパーに対して、投資家はその民事責任を追及することができなくなるから、学界から批判の声が大きい。

ゲートキーパーに責任を課すことにより生じる問題は日本でも同じであると考えられるから、監査法人や公認会計士に求める「相当な注意」のレベルが高すぎると、会計監査にかかわる手続、手間、費用が膨張することになるから、投資家の利益に影響する虞がある<sup>866</sup>。しかし、流通市場の不実開示責任を発行会社に厳しく追及することにより生じる利益循環などの問題、個人役員の賠償力、違法行為への抑止目的の実現や投資家救済の観点から、ゲ

---

<sup>862</sup> 前掲（注 854）（ライブドア事件）。

<sup>863</sup> 石田・前掲（注 855）11 頁。

<sup>864</sup> 黒沼＝永井＝中村＝石塚・前掲（注 15）15 頁〔中村発言〕。

<sup>865</sup> 黒沼＝永井＝中村＝石塚・前掲（注 15）18-19 頁〔中村、石塚発言〕。

<sup>866</sup> 黒沼＝永井＝中村＝石塚・前掲（注 15）19 頁〔石塚発言〕。

トキーパーの責任規制は有意義であり、これらの問題をある程度解決できると思われる。そういう意味で、アメリカのようにゲートキーパー責任を流通市場における不実開示民事訴訟の規制範囲から除外するアプローチは不当であり、不実開示に関与する者に責任を課す制度設計が生じうる問題を意識しながら、不実開示に関する責任規制をより広い範囲に及ぼすべきではないかと考える。

### 第3款 発行会社の責任

流通市場における不実開示について、原告投資家が発行会社の不法行為責任を追及することができるかについては学説の見解が分かれ<sup>867</sup>、実際に民法709条により不法行為責任を追及した例もあり<sup>868</sup>、代表取締役の責任を認めることを通じて会社法350条により発行会社の責任を追及した例もあり<sup>869</sup>、いずれにしても発行会社の民事責任を認めるものも少ないとは言えない<sup>870</sup>。その上、損害額<sup>871</sup>と因果関係の推定を認める21条の2が設けられることに

---

<sup>867</sup> 岸田・前掲（注825）300（加藤）。発行会社の不法行為責任を認めるべきであると主張する見解は、市場に参加する投資家が発行会社の事業リスクを引き受けるべきであるが、発行会社が不実開示を行なうリスクまで引き受けるべきではないと考えている。神崎克郎『証券取引法〔新版〕』282頁（青林書院、1987）。発行会社の不法行為責任を否定する見解では、発行会社が流通市場の取引に参加しなかったこと、発行会社の不法行為責任を認めることで投資家である株主は一般債権者よりも優先的に有利な条件で救済を受けることができるようになること、抑止目的から発行会社より役員に対して責任を追及すべきことが理由として挙げられている。谷川・前掲（注9）597頁。

<sup>868</sup> 前掲（注21）西武鉄道事件に関する一連の裁判判決。

<sup>869</sup> 大分地判平成20年3月3日金判1290号53頁（粉飾決算による上場廃止を巡り、被告会社の粉飾決算を知らないで株式を取得した投資家の損害は直接損害に当たるとし、発行会社の代表取締役は不法行為責任を負うことから、発行会社の責任も認められることになった）。

<sup>870</sup> 近藤・前掲（注6）35頁。責任否定例として挙げられるのは、東京地判平成13年12月20日判タ1133号161頁（山一証券従業員提訴事件。損害と因果関係についての証明が認められなかったので、責任を否定した）。最判平成21年7月9日判時2055号147頁（日本システム技術有価証券報告書不実開示事件。被告会社は有価証券報告書に含まれる不実開示の原因となる架空売上の計上を防止するためのリスク管理体制構築義務に違反する過失がないとして、発行会社の責任を否定した）。

<sup>871</sup> 虚偽記載が公表された日から遡って1年以内に証券を取得した投資家でなければ、同法21条の2第2項により定められる損害額の推定を主張することができない。不実開示が生じる損害は学説上「取得自体損害」と「高値取得損害」というように二分化しているが、金商法は発行市場と流通市場のそ

より、流通市場の投資家が発行会社に対して責任追及の訴えを提起する際の立証責任がさらに緩和されることになった。

第2部で述べた通り、アメリカの流通市場における不実開示については、責任主体が発行会社であるか役員やゲートキーパーなど不実開示に関与する個人であるかに関わらず、すべては34年取引所法10条(b)項及び規則10b-5により対応されるから、原告投資家が訴訟を提起する際に10条(b)項及び規則10b-5の法的要件であるサイエントのところしか差がつかないと思われる<sup>872</sup>。10b-5訴訟の一番の特徴と考えられているところは信頼要件であり<sup>873</sup>、原則として原告投資家は自己が不実開示を知った上で信頼して証券取引をしたという信頼要件を証明しなければならないとは言え、連邦最高裁判所がBasic判決において信頼要件に関しては効率的な市場の下で不実開示がすでに証券の市場価格に反映されているというFraud-on-the-Market理論の適用を認めた。投資家一人一人の損害が小さくても、発行会社や不実開示に関連する他の個人被告に対して大規模な集団訴訟を提起することが可能となった<sup>874</sup>。

それに対して、日本の金商法においては、発行市場と流通市場それぞれの不実開示についての発行会社責任と役員、監査法人などの個人被告の民事責任に関してはそれぞれの条文を定め、責任主体<sup>875</sup>と原告投資家の性質<sup>876</sup>によ

---

れぞれの不実開示について発行会社の責任規定を設け、損害額の推定についても19条と21条の2第2項により定めている。19条は原状回復的な観点から「取得自体損害」を念頭において考案されたのに対して、21条の2第2項は市場の効率性を前提に「高値取得損害」を念頭において賠償額を法定し、「取得自体損害」ケースは例外として捉えられ、それを主張する原告投資家は自己が不実開示を直接利用して証券取引を行なったことを証明しなければならないと指摘する見解がある。神田・前掲（注26）7~8頁、加藤・前掲（注11）820頁、加藤・前掲（注26）319頁。

<sup>872</sup> 前掲第2部アメリカ法第4章を参照。

<sup>873</sup> 前掲第2部アメリカ法第4章第2節第3款を参照。

<sup>874</sup> 前掲第2部アメリカ法第4章を参照。

<sup>875</sup> 発行市場における不実開示について発行会社は18条により無過失責任を負い、損害額が法定されるのに対して、役員、公認会計士、監査法人や引受人などは21条により過失責任を負い、原告は自ら不実開示と因果関係のある損害額を立証しなければならない。発行開示に含まれる虚偽記載を巡り、流通市場から証券を取得した投資家に対する責任について、発行会社には流通市場における責任規制である21条の2を適用し、過失責任を負うこととされ、一定要件の下で、損害額と因果関係の推定が認められるのに対して、役員、監査法人等の責任規定を規定する22条は21条と比べて責任主体の範囲だけが小さくなり、同じく過失責任が定められ、損害額と因果関係に関する推定規定はない。流通市場向けの継続開示に含まれる虚偽記載について、発行会社責任が21条の2に適用し、役員や監査法人などが24条の2を介し

って違う法的要件を設け、原告の実質的な立証負担から考えれば、役員や監査法人など不実開示に関与した個人より発行会社への責任追及訴訟を提起することが容易であると考えられる<sup>877</sup>一方、金商法に定められる開示書類は公衆縦覧に供されるから、市場価格は当然にその中に含まれる不実情報から影響を受けているということを仮定し、信頼要件についての立証はどの法文にも求められていない<sup>878</sup>。

アメリカの 10b-5 訴訟においては、原告が FOTM 理論の適用を主張することにより信頼要件を証明することができるのに対して、被告は原告が取引した証券市場は効率的でないことを証明したり、不実開示に係る情報が市場価格に影響を与えていないこと<sup>879</sup>を証明することによって、原告により主張される FOTM 理論が覆されることになり、原告投資家が大規模な集団訴訟を提起することができず、自らが不実開示を信頼して証券取引をしたことを証明しなくてはならなくなる<sup>880</sup>。その点に関して、日本の証券法において発行会社の不実開示責任を定める 18 条と 21 条の 2 は証券市場が効率的であるというこ

---

て実質的に発行開示に虚偽記載がある場合と同じ責任を負うこととされている。

<sup>876</sup> 流通市場において証券取引をした投資家が虚偽記載を原因に発行会社に対して訴えを提起する際に、虚偽記載の事実が公表される前 1 年以内に証券を取得し、かつ公表日まで引き続き保有する者でなければ、損害額の認定については同法 21 条の 2 第 2 項にいう損害額の推定を適用することができず、自ら虚偽記載と因果関係のある損害額を立証しなければならない。この点について批判する説がある。黒沼・前掲（注 7）6~7 頁。

<sup>877</sup> 損害額と因果関係の推定に関する規定があるかどうかだけではなく、過失の証明についても発行会社責任と役員などの個人責任との間に大きな差がある。発行市場の不実開示についてはそもそも発行会社が過失を有しなくても責任があると定められているのに対して、流通市場における発行会社の責任は平成 26 年改正により役員等と同じく立証責任の転換された過失責任に見直されたが、発行会社が自己の無過失を証明することは役員等の個人より遥かに難しいと考えられる。

<sup>878</sup> 岸田・前掲（注 825）244-250 頁、262-279 頁、289-290 頁、311-322 頁、395 頁（加藤）。発行市場における不実開示に関して信頼要件の立証は求められていないことの説明については、志村・前掲（注 826）561 頁、鈴木＝河本・前掲（注 25）227 頁、近藤＝吉原＝黒沼・前掲（注 1）192-193 頁。流通市場における不実開示に関して信頼要件の立証は求められていないことの説明については、三井・前掲（注 10）156 頁、河本＝大武・前掲（注 840）97 頁、神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『証券取引法』375 頁（青林書院、2006）、川村正幸『金融商品取引法〔第 2 版〕』170 頁（中央経済社、2009）。

<sup>879</sup> See Halliburton II, supra 251.

<sup>880</sup> 前掲第 2 部第 4 章第 2 節第 3 款に参照。

とを前提にして作られていた法文であると考えられ<sup>881</sup>、公衆縦覧に供される開示書類への投資家の信頼を保護するために、主観的要件や損害額と因果関係の認定などの法的要件を投資家に有利に設定し、被告は不実な情報開示が市場価格に影響を与えなかったことや、証券市場価格の下落が不実開示と関係ない他の事情により生じるものであること<sup>882</sup>を立証して損害額の認定により発行会社の責任を調整してきた（同法 21 条の 2 第 4 項）。

しかし、効率的資本市場仮説はアメリカの研究者が論じたように<sup>883</sup>、きわめて難しいものであって、効率性を有することが証券市場の一般的な性質であるかどうかはまだ議論や検証する余地があると思われる。ある情報が公衆縦覧に供する書類により発表されても、市場価格にどれだけの影響があるかということ測定するのは難しく（言い換えると、不実開示がなされていなかったら有すべき市場価格と不実開示がある時に形成される市場価格の間にはどれだけの差があるかということ）、ある特定の証券が形成される流通市場は効率的な市場であるかどうかという問題も明確ではない場合、すべての公開情報が株価に織り込まれるような効率的な市場を想定してただ投資家保護の目的から発行会社に重い責任を課するのは訴訟当事者の衡平に欠けているのではないかと考えられる。この点に関して、日本でも証券市場における株価の形成と株式価値の観点から、一般投資家の証券投資判断や市場価格がただ単純に発行会社により発表される情報に基づいて合理的に形成されるものではなく、市場の経済環境や将来見込みなど複雑な要素が絡みながら、発行会社や証券の将来に関する独自の主観的情緒予測を含む賭的な要素を有する

---

<sup>881</sup> 19 条では被告会社は証券の市場価格の下落が不実開示以外の事情により生ずるものであると主張するなら、その事情と下落額を立証しなければならない。21 条の 2 第 2 項という損害額の推定規定は学説上「高値取得損害」を原則に作成され、言い換えると、不実な情報開示が市場価格に織り込まれ、価格を不当につり上げたことを想定するからである。「高値取得損害」と「取得自体損害」説の理論付けから、流通市場にある投資家が取引所市場で不実開示を行なった発行会社の証券を取得したこと自体により、高値取得損害を認めるべきである。加藤・前掲（注 11）853 頁。

<sup>882</sup> 損害額の認定がきわめて困難であるので、19 条 1 項と 21 条の 2 第 2 項は投資家の立証責任を軽減するために損害額を法定するから、発行会社は証券市場価格の下落は不実開示以外の事情により生じるものと主張するならば、発行会社が当該事情を主張するだけでなく、原則としてそれにより生じる下落額がいくらかについても具体的に立証しなければならない。神田・前掲（注 26）10~12 頁。

<sup>883</sup> 前掲第 2 部第 4 章第 2 節市場の効率性の部分を参照。

無数の投資判断により集積されるものであると評価すべく、効率的な市場仮説がそのまま妥当するものではないと指摘する学説もある<sup>884</sup>。

証券の市場価格の変動は多数かつ複雑な要素により生じるものであると考えられ、不実の開示がされることにより市場価格が下落した場合には、不実開示により影響された分以外に、会社信用の毀損や現行の日本制度に基づく潜在的な損害賠償リスクも含めて投資家の期待がダウンしたことにより下落した分もあるのではないかと考えられる<sup>885</sup>。アメリカにおいては、発行会社などの被告がクラス承認という訴訟の前期段階において、不実開示された情報が市場価格に影響を与えなかったことにより原告クラスを崩すことにより訴訟の早期解決ができるのに対して、日本では被告責任を認めた上で損害額を認定する訴訟段階において、被告が不実開示以外の一つ一つの事情を主張した上、それぞれが生じる下落分を証明することは、アメリカより被告の負担や巨額の賠償責任に伴う不実開示訴訟からのダメージがよほど大きいように思われる。

### 第3節 適時開示に含まれる不実開示責任

発行会社により発表された情報を基礎に証券価格が形成されることを考えると、発行会社が金商法に従って提出する有価証券届出書と有価証券報告書により行なわれた法定開示以外に、自主規制機関である金融商品取引所の規

---

<sup>884</sup> 特定会社の株式市場の株価は会社の客観的な価格を中心に、将来の経済状況や業界状況等を踏まえて当該会社の将来価値を予測することによってバブル的市場評価やリスク評価がなされて形成されるものだと解している。会社経営者という十分な企業情報や分析能力を有する専門家さえ、経営上の意思決定をする際にはビジネスリスクを負いながら、自らの勘により決断するから、一般投資家が投資判断をする際に複雑な要素が絡みながら当該会社や証券の将来価値に関する自らの主観的な情緒的予測を含むことが否定できない。アメリカの一部の投資専門家や業者は市場投資家の賭の性質を有する投資判断について複雑な経済理論と計算手法も用いて分析することを試みたが、合理的な予測を得ることができない。鬼頭季郎＝内藤和道「虚偽記載等開示による株主のキャピタルロスと会社の損害賠償責任額について一会社の不法行為責任と金融商品取引法二一条の二に関する裁判上の問題」判時 2097 号 3 頁（2011）。一方、効率的な市場こそ、虚偽の情報が市場に流通しても、発行会社が虚偽の情報を発信し続けられない限り、不実開示により不当につり上げられた株価が他の真実の情報により修正されてしまう。まだ効率性を有しない証券市場こそ、つまり、まだ投資家に多く知られていなく、かつ情報分析専門家に注目されていない発行会社の証券が形成される取引市場こそ、虚偽情報からの影響が大きいと指摘する学説もある。若杉・前掲（注 34）11 頁。  
<sup>885</sup> 加藤・前掲（注 11）826 頁。

則に従って行なわれた適時開示も上場証券の公正な価格の形成に重要な役割を果たしている。金商法上定められる情報開示には限界があるから、市場の公正性・透明性を確保する目的を達成するため、自主規制による適時開示が専門性や機動性の面から法定開示を補完する役割が期待されている<sup>886</sup>。法定開示書類における情報開示は通期や四半期ごとに決まった形式により、一般投資家から見れば解りづらい会計情報を中核とする内容を発表する<sup>887</sup>から、日々が発生している企業情報を反映することができないのに対して、資本・業務提携、大規模な M&A、新株発行や重大な不祥事など企業価値や証券価値を判断する重要な情報は通常適時開示により行なわれるから、適時開示が投資家の投資判断や証券価格に対して与えるインパクトは法定開示よりも大きいと考えられる<sup>888</sup>。

発行会社が法定開示書類において虚偽記載を行なった場合に、発行会社と不実開示に係る役員と監査法人が金商法に定められた民事規制、刑事規制と課徴金処分を受けるだけではなく、発行会社は証券取引所からも①公表措置、②上場契約違約金、③改善報告書提出義務、④特設注意市場銘柄指定、さらには⑤上場廃止という処分を受けることもある<sup>889</sup>。それに対して、上場会社が取引所の規則を遵守して適時開示を行なうことは、取引所と締結された上場契約に違反することとなり、発行会社が取引所から口頭注意処分、開示注意銘柄指定、上場契約違約金や上場廃止処分を受けることになり<sup>890</sup>、金商法上の特別規定、刑事罰や課徴金規定という強い法的制裁はいずれも設けられず、投資家が民法 709 条の不法行為責任と会社法 429 条の対第三者責任を発行会社とその関連する役員に追及するしかないと解されている<sup>891</sup>。

この点において、不実開示に関するアメリカと日本の法制度の違いが明らかであるように見える。アメリカの 34 年取引所法 10 条(b)項及び規則 10b-5 は発行会社による情報開示に含まれる不実開示に関して、書類による情報開示かどうか、33 年証券法や 34 年取引所法に定められる法定開示書類かどうかなどの形式上の違いを問わず、広く一般的に規制を加えている。それに対して、日本において、金商法は法定開示書類に含まれる虚偽記載が証券の公

---

<sup>886</sup> 金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」の「中間論点整理（第一次）」（2007年6月）。

<sup>887</sup> 花堂靖仁「会社情報のタイムリー・ディスクロージャーと企業の IR について」証券業報 571 号 21 頁（1998）。

<sup>888</sup> 竹内朗「適時開示が公正な株価形成に果たす役割—「情報の非対称性」解消に向けた上場会社の責務—」商事法務 1908 号 27 頁（2010）。

<sup>889</sup> 黒沼＝永井＝中村＝石塚・前掲（注 15）7 頁。

<sup>890</sup> 黒沼・前掲（注 7）5 頁。

<sup>891</sup> 近藤＝吉原＝黒沼・前掲（注 1）296-297 頁。



正な市場価格の形成を妨げることに着目し、投資者の証券市場に対する信頼保護の観点から厳しい法規制を設けている一方、情報発信の方法、内容や機動性などの面から見れば、市場価格の形成に関しては法定開示よりも優位性のある適切開示についての規制は不十分ではないかと思われる。

### 第3章 日本の課徴金制度

#### 第1節 課徴金制度の変遷

平成16年改正において、課徴金制度が初めて独占禁止法以外の分野である証券取引法に導入されることになった。違反行為への抑止目的を達成するため、違反行為によって得られた利得相当額を基準に算定する<sup>892</sup>金銭的負担を違反者に課することが定められた。課徴金の規制対象は本稿が論じている金商法に定められる書類の虚偽記載事件以外に、インサイダー取引、相場操縦行為、風説の流布・偽計という三つの不公正取引行為がある。いずれの場合にも金商法上の民事規制と刑事規制が設けられているが、実効性が不十分なため<sup>893</sup>、課徴金という行政的制裁が導入されることになった<sup>894</sup>。

発行開示の場合には、発行会社が虚偽記載につり上げられた証券価格により直接的な利得を得ているが、継続開示に虚偽記載が含まれる場合に発行会社は間接的な利得しか得られないから、当該間接・無形の経済的なメリットを定量化することが簡単ではないことを理由に、課徴金導入当時において、発行開示書類の虚偽記載は課徴金の規制対象であるのに対して、継続開示書類の虚偽記載はその規制範囲に含められていなかった<sup>895</sup>。しかし、導入されたばかりの課徴金制度がまだ施行されていないうちに、西武鉄道による株主構成を偽る有価証券報告書の虚偽記載が発覚し、社会に大きな波紋を起こすとともに、継続開示における虚偽記載を規制しない課徴金制度には問題があるのではないかという議論が盛んになった<sup>896</sup>。平成17年改正においては、流通市場における不実開示規制の必要性が意識され<sup>897</sup>、継続開示についても課

---

<sup>892</sup> 三井・前掲（注10）13頁、40頁、平成20年改正において、課徴金の金額水準は引き上げられたが、経済利得を算定基準にする点では変わらない。大森泰人「課徴金（下）」金融商事法務1896号6頁（2010）、大来志郎＝鈴木謙輔「課徴金制度の見直し」商事法務184号31頁（2008）。

<sup>893</sup> 三井・前掲（注10）13頁。

<sup>894</sup> 金融審議会第一部会第12回（2003年11月12日）〔神田部会長発言〕。

<sup>895</sup> 岡田＝吉田＝大和・前掲（注4）。

<sup>896</sup> 大森・前掲（注892）6頁。

<sup>897</sup> 金融審議会金融分科会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて」（平成16年11月24日）報告書では、発行会社が継続開示において不実開示を行なう動機として、「①上場の維持等を通じて、当該会社の有価証券について価格水準や流動性の確保が可能となる他、②財務状況が実際より健全に見えることによるレピュテーションの上昇及びそれに伴う取引拡大、人材確保の容易化、③会社の格付等の上昇による借入金等のスプレッド改善など、様々な形で利得を得ている」と説明している。

徴金制度が導入されることになった。さらに、3年間という課徴金の除斥期間も設けられるから、虚偽記載のある有価証券報告書を継続的に提出する発行会社は、最大3年分の課徴金を課される可能性がある<sup>898</sup>。

課徴金制度の実効性をさらに高めるために、平成19年のスタディ・グループ中間論点整理と法制ワーキンググループの議論を踏まえて、平成20年改正が行なわれた。同改正においては、①課徴金は違反者行為の反社会性と反道徳性を問わない趣旨から、金額の算定については不当利得の剥奪という趣旨から離れることはないが、現実には得た利得に止まらず、違反者がうまくやれば得られるだろうという金額として設定する基準に変更することで、課徴金額が引き上げられること、②課徴金の規制対象が開示書類の不提出、公開買付届出書・大量保有報告書等の虚偽記載・不提出や安定操作などの不公正取引行為にも拡大されること、③監視委員会に十分な調査期間を与えるために<sup>899</sup>、元々の3年の除斥期間が5年に延長されること、④違法行為の早期発見と継続的な違反行為の悪質性を考慮し、発行会社が自己申告<sup>900</sup>をしたかどうかや、当該行為が再犯行為であるかどうかは課徴金算定の考慮要素として決められ、発行開示書類・継続開示書類の不実開示について、発行者が当局による調査前に申告を行なった場合には、課徴金の額を半額とし（金商法185条の7第12項）、違反者が過去5年以内に課徴金納付命令等を受けたことがある場合には、課徴金の額を1.5倍に過重する（同185条の7第13項）という課徴金加算・減算措置が設けられることなど、課徴金の抑止的効果を強める一連の規定が新たに設定されることになった<sup>901</sup>。

平成24年改正は課徴金制度の規制対象をさらに拡大し、虚偽記載書類の提出者だけでなく、特定関与者又は密接関係者（課徴金府令1条の8の2第2項）により行なわれる虚偽開示書類の提出に加担する行為者も課徴金の適用対象とされた<sup>902</sup>。

---

<sup>898</sup> 横山淳「有価証券報告書等の虚偽記載に対する課徴金」大和総研報告書 <http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/securities/05051901securities.pdf> 5頁（2005）。

<sup>899</sup> 池田唯一ほか『逐条解説 2008年金融商品取引法改正』111頁（商事法務、2008）。

<sup>900</sup> 同法185条の7第12項、課徴金府令61条の7、違反行為の実行者ではなく、発行会社による申告でなければ、課徴金の減算が認められない。黒沼悦郎「公正・透明で信頼性のある市場の構築—課徴金制度等に係る平成20年金商法改正」大証金融商品取引法研究会（6）20頁（2011）。

<sup>901</sup> 黒沼・前掲（注900）3-4頁。

<sup>902</sup> 藤本拓資「最近の金融商品取引法の改正について」金融商品取引法研究会研究記録第45号9-10頁（2014）。

## 第2節 課徴金制度の問題点

### 第1款 刑事罰との関係

日本の法的サンクションの序列体系を考えると、国の強制力を有する公法が私法より厳しいものと考えられ、公法では刑罰、行政罰、行政処分で形成されている。既に説明したように、証券法分野の刑事規定と民事規定の実効力が高くないことが原因で、課徴金制度が導入されることになり、金融資本市場における違法行為を的確に抑止すること、又は法規制の実効性を確保することを目的として刑事罰に内在する制約を補完する役割が期待されている<sup>903</sup>。しかし、課徴金と刑事罰の構成要件がほぼ同じであることに鑑みれば、同じ違法行為に対して公法上の二重処罰が問題になるのではないかという疑問がある。課徴金の性質は刑事罰のような懲罰ではなく、不当利益の吐き出しとして位置づけられている<sup>904</sup>。同一事件につき、罰金の確定裁判があった場合に、課徴金額から罰金の額を控除するとされている<sup>905</sup>。ただし、課徴金の処罰限度はただ不当利得の剥奪に止まるなら、制裁措置としての課徴金が違法行為に対する抑止力が問題となるから、平成20年改正により導入された課徴金加算・減算制度や課徴金額の引き上げにより、違法行為に対して抑止効果を達成するために課徴金額を必要かつ合理的な金額に設定することが許されることになった<sup>906</sup>。実際の課徴金賦課事例を見ると、発行者が不実開示により現実に得られた不当利益を遥かに超える想定利益を基準とした課徴金額が課される事案も見受けられる<sup>907</sup>。

<sup>903</sup> 「金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループ報告—課徴金制度のあり方について」平成19年12月18日報告書。

<sup>904</sup> 白石賢「証券取引法への課徴金導入はわが国の法体系を変えるか—証券取引法・独占禁止法の課徴金を巡る法人処罰に関する意義と問題点—」企業と法創造2(2・3)190頁(2005)、河本＝大武・前掲(注840)544頁。

<sup>905</sup> 金商法185条の7を参照する。内閣府資料「違反行為の抑止を目的とする現行の課徴金制度について」2頁、内閣府国民生活局「集团的消費者被害回復制度等に関する研究会報告書」参考12。

<sup>906</sup> 「平成17年の証券取引法の改正Ⅱ 継続開示における課徴金制度の導入」証券取引法研究会編『平成17年・18年の証券取引法等の改正』別冊商事法務299号32頁〔芳賀良発言〕(2006)、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法(3) 行為規制—第157条～第196条の2』210頁〔田中利彦発言〕(金融財政事情研究会、2010)。

<sup>907</sup> 平成22年度(判)第8号(JVC・ケンウッド・ホールディングス事件)。発行会社が利益を過大計上する虚偽記載を含む有価証券届出書を提出して、取得条項付の新株予約権を発行した。その後、発行会社の株価が下落し続け、発行会社が取得条項に従ってすべての新株予約権を取得したため、当初予定した資金調達は行なわなかった。金融庁は平成20年改正後の金商法に基づ

さらに、継続開示義務違反に関して、発行会社は虚偽記載を含む有価証券報告書などの継続開示書類を提出した後に株式を時価発行しない限り、間接的な利益しか得られないので、違法行為から得られる不当利益額は不明確である。この場合の課徴金はむしろ抑止目的として使われる制度ではなく、社会的な悪性行為に対する懲罰的な手段であるとしか考えられなくなり、狭義の刑罰との観念的な差も少なくなる<sup>908</sup>。さらに、経済的利得の剥奪に止まる説明はなおさら成り立たなくなり、制裁の色も強められている<sup>909</sup>。課徴金制度は事実上刑事罰に代わる行政制裁としての法的性格に変化し<sup>910</sup>、日本が採用してきたドイツ公法式から欧米式の考え方に変わっていると考えられる<sup>911</sup>。

刑事罰には謙抑性と補充性の原則が存在するから、違反行為に対して広範な適用ができない<sup>912</sup>。行政処分である課徴金制度により違法行為を規制することのメリットとして、企業の不祥事・犯罪に対する処罰のニーズに対して検察はすべてを処理するのは不可能であること、法の実行コスト、行政の機動性や金商法違反行為の摘発に要する専門性などを考慮すると、違法行為に対して刑事訴追より行政処分である課徴金の方法に依存することが効率的であると考えられる<sup>913</sup>。行政制裁であっても、その制裁限度は比例原則に沿っておけば二重処罰に当たらないという観点から、利得を超えるかどうかに係らず、許されるべきであるという見解もあり<sup>914</sup>、課徴金制度の趣旨と目的は刑法と明らかに異なるから、二重処罰にならないと説明する見解もある<sup>915</sup>。実際の状況を見ても、課徴金賦課事例は刑事事件と比べて、事実認定の公表が早く、数も多いことが明らかである<sup>916</sup>。

## 第2款 手続上の問題点

---

き、発行開示の虚偽記載については新株予約権の発行価額と新株予約権を行使するための払込金額の合計額を基準とし、発行会社が実際に得られた利益より遥かに高い課徴金額を課した。その後、発行会社は本件課徴金納付命令取消訴訟（東京地判平成24年6月29日判タ1393号110頁）を提起したが、裁判所は原告の請求を認めなかった。

<sup>908</sup> 白石・前掲（注904）187頁。

<sup>909</sup> 大森・前掲（注892）6頁。

<sup>910</sup> 白石・前掲（注904）188-189頁。

<sup>911</sup> 白石・前掲（注904）188頁。

<sup>912</sup> 池田・前掲（899）106-107頁、307頁。

<sup>913</sup> 岩原・前掲（注5）408頁〔武井発言〕。

<sup>914</sup> 黒沼・前掲（注900）26頁〔黒沼発言〕。

<sup>915</sup> 千代島道生「金融商品取引法上の課徴金制度の再構築」青山社会科学紀要41（1）92-93頁（2012）。

<sup>916</sup> 黒沼＝永井＝中村＝石塚・前掲（注15）7頁。

課徴金賦課処分が下されるためには、証券取引等監視委員会（監視委員会）が調査をしてから<sup>917</sup>内閣総理大臣及び金融庁長官に対して勧告を行なわなければならない<sup>918</sup>。その後、金融庁長官は審判手続を開始して<sup>919</sup>、課徴金納付命令決定案を作成する。金融庁長官はそれに基づいて対象企業に対して納付命令を行なう<sup>920</sup>。当該納付命令を受けた被審人は決定に不服があるなら、30日以内に裁判所へ課徴金納付命令決定の取消しの訴えを提起しなければならない<sup>921</sup>。

不実開示問題について刑事処罰で処理する場合と課徴金で処理する場合があるが、両者を選別する時期と具体的な法制度について明文の規定はなく、実務上監視委員会が調査の段階において調査対象行為を課徴金と刑事罰に振り分ける作業を行なっている<sup>922</sup>。課徴金により処理することが妥当であると考えられる事件については金融庁長官に対する勧告を行なうのに対して、違法事件の悪性が高く刑事罰により処理するのが適切であると考えられる場合には、特別調査課に回して刑事告発を行なう<sup>923</sup>。刑事罰が課される事案については課徴金を課す可能性が極めて少なくなる<sup>924</sup>。刑事罰は最も抑止的な効果を有する規制方法であるとは言え、行為者に対して与えるダメージは容易に回復できるものではないことを考えれば、行為者の運命が監視委員会による当該裁量行為に大きく左右されると思われる。この点について、明確な法規定や手続が設けられていないことから見れば、現行規制はいまだ不十分であると指摘する見解がある<sup>925</sup>。

一方、金融庁長官が監視委員会により行なわれる勧告に基づいて審判手続を開始して、最終の課徴金納付命令を下すとは言え、金融庁設置法第20条1項の定めから見れば、勧告を行なうか行なわないかという判断は監視委員会の裁量に委ねられると解されている<sup>926</sup>。監視委員会により出された勧告自体が適時開示情報に該当し、投資家向けのIRを出さなければならないから、それだけでも株価に重大な影響を与えることが考えられる。しかし、当該勧告

---

<sup>917</sup> 金商法 26 条、177 条。

<sup>918</sup> 金融庁設置法 20 条。

<sup>919</sup> 金商法 178 条。

<sup>920</sup> 金商法 185 条の 6、185 条の 7。

<sup>921</sup> 金商法 185 条の 18。

<sup>922</sup> 黒沼・前掲（注 900）31 頁〔加藤発言〕。

<sup>923</sup> 黒沼・前掲（注 900）35 頁〔藤倉発言〕。

<sup>924</sup> 大森・前掲（注 892）6 頁。

<sup>925</sup> 黒沼・前掲（注 900）30-32 頁。

<sup>926</sup> 中村聡「課徴金制度の課題と展望」金融法務事情 1900 号 52 頁（2010）。

決定は前に論じた具体的な事件を課徴金事件と刑事事件に選別する判断と同じで、監視委員会の裁量権に委ねるべきであると解される。監視委員会が金融庁長官に行なう勧告は行政庁の内部行為に当たるから、対象企業が何らかの方法を用いてそれを取り消すことは形式上不可能であると考えられる<sup>927</sup>。この点について、対象企業に対する保護が不十分であると思われる。そして、軽微な事件については課徴金を課すべきではないという比例原則の観点から見れば、勧告行為自体にも比例原則に服すべきであるという主張がある<sup>928</sup>。

独占禁止法の課徴金審判において実質的証拠法則が置かれていることで、課徴金審判における事実認定は裁判所の判断に拘束力を齎すから、公正取引委員会が審判において求める証明の程度は高い。それに対して、金商法に定められる課徴金納付命令は金銭的負担しか課さない行政処分であるから、被処分者の利益は容易に回復できるので、独禁法の課徴金制度ほどの高い証明を求めないだけでなく、金商法上の他の行政処分のように厳重な事前手続も必要ないという見解がある<sup>929</sup>。しかし、課徴金は制裁的な法的性格を有することに鑑みれば、デュー・プロセス上は問題があるという指摘<sup>930</sup>もある。

### 第3款 運用状況

平成17年4月に課徴金制度が実施されてから平成27年2月までの間にあって、79件の課徴金納付命令勧告は開示書類の虚偽記載に対するものであった<sup>931</sup>。監視委員会は金融庁長官に勧告を行なったが、審判手続を開いて虚偽記載の存在を否定し、課徴金納付命令を決定しなかった事件は僅か2件であり<sup>932</sup>、そのうちの1件は虚偽記載事件である<sup>933</sup>。課徴金納付命令の決定が下

---

<sup>927</sup> 内野令四郎「研究ノート：金融商品取引法における継続開示義務違反に対する課徴金制度について」学習院法務研究第6号112-113頁（2012）。例えば、ビックカメラ事件において、監視委員会は金融庁長官に対して勧告を行なったが、金融庁は公開審判手続を開けることにより、違反事実ないという決定が出てきた。本件事例において、対象会社であるビックカメラに重大な影響を与えたのは金融庁の決定ではなく、監視委員会による勧告であることは明らかである。

<sup>928</sup> 内野・前掲（注927）116-117頁。

<sup>929</sup> 三井・前掲（注10）104頁。

<sup>930</sup> 白石・前掲（注904）12-14頁。

<sup>931</sup> 証券取引等監視委員会事務局『平成24年度金融商品取引法における課徴金事例集』（2012）、金融庁ホームページに掲載する課徴金納付命令事件。

<sup>932</sup> 平成23年度（判）第30号金融商品取引法違反審判事件（インサイダー取引）、平成21年度（判）14号ビックカメラ事件。

<sup>933</sup> ビックカメラ事件。証券取引等監視委員会が平成21年6月26日に課徴金納付命令を発出するよう勧告を行なったが、金融庁は審判手続を経て被審人

された後に、発行会社が決定に対して不服を申し立て、裁判所に対して決定取消申立を提起する事案も何件あるが、実際に原告の請求を容認した事例は1件もなかった<sup>934</sup>。課徴金納付命令が下されたことを原因に、発行会社の役員に対して株主代表訴訟を提起した事件は2件ある<sup>935</sup>。1件目では監視委員会が勧告を出した後に発行会社がすばやく事実を容認して課徴金を支払ったが、審判手続において事実審理しなかったことを理由に、裁判所は発行会社が課徴金を納付したからと言って、違反事実があるとは断定できないと判断し、虚偽記載があることを前提とする本件原告請求を認めなかった<sup>936</sup>。そして、2件目においても、裁判所は発行会社によるオフバランス処理が違法ではないと判断し、原告請求を認めなかった<sup>937</sup>。

金商法に課徴金が導入された平成16年をピークに、新規上場会社数はほぼ一貫して減少する傾向を見せ、課徴金の規制範囲の拡大と課徴金金額の引き上げや、監査委員会による個別事案への高圧的な権限行使が新規上場を見合わせる要因になっていると解されている<sup>938</sup>。しかし一方、虚偽記載を防ぐ手段として、J-SOX制度を導入する上場会社も増え続け、過去の虚偽記載がそれにより発見された場合に、発行会社が自ら第三者委員会など設置して開示ミスを訂正する報告をし、虚偽記載の内容と原因を公表する例も次第に増えるようになった<sup>939</sup>。

西武鉄道事件が発覚した後に、金融庁は上場会社に有価証券報告書の自主点検を求めた結果、対象となる4543社の内589社が訂正報告書を提出した<sup>940</sup>。虚偽記載を摘発する部門である監視委員会はこの数年大幅に増員するこ

---

であるビックカメラには違法事実がないと判断した（平成21年度（判）第14号金融商品取引法違反審判事件）。

<sup>934</sup> 前掲（注907）JVC課徴金納付命令決定取消請求事件、クラウドゲート課徴金納付命令決定取消請求事件（東京地判平成26年2月14日裁判所ウェブサイト掲載判例、東京高判平成26年6月26日裁判所ウェブサイト掲載判例）。

<sup>935</sup> 大阪地判平成24年9月28日判時2169号104頁（三洋電気違法配当代表訴訟判決事件）。東京地判平成25年12月26日金判1451号17頁。東京高判平成26年4月24日金判1451号8頁（ビックカメラ株主代表訴訟判決事件）。

<sup>936</sup> 前掲（注935）（三洋電気違法配当代表訴訟）。

<sup>937</sup> 前掲（注935）（ビックカメラ株主代表訴訟）。

<sup>938</sup> 内野・前掲（注927）122-123頁。

<sup>939</sup> 黒沼＝中井＝中村＝石塚・前掲（注15）7頁。

<sup>940</sup> 寺崎克志＝朴貞夏「タイムリー・ディスクロージャーの諸問題」目白大学経営学研究（5）80頁（2007）。



とになった<sup>941</sup>。現実を見ると、経営者の自覚により不正が起こらないことを期待するより、不正があったら、西武やライブドアのように挽回できない局面にまだ至らない段階で摘発することこそが投資家の利益に資することになるのではないかと思われる。課徴金制度が導入されて以来、有価証券届出書又は有価証券報告書に含まれる虚偽記載を巡る民事事件と刑事事件に比して、課徴金事件の数が圧倒的に多いという点から見て、虚偽記載に対して生じる抑止効果は決して軽視できないと思われる。

---

<sup>941</sup> 大森・前掲（注 892）7 頁。

## 第4章 アメリカ法研究から得られる示唆

アメリカ法と日本法の規制の現状についての考察から、日本の企業内容開示制度と不実開示民事責任制度はアメリカ法を原型に作られた部分が多いにも関わらず、両国は各自の経済状況、訴訟文化や法の規制状況に応じて、不実開示に関する法規制はそれぞれ違う軌道に沿いながら発展してきたことが明らかである。本章では、アメリカ法と日本法についての整理と分析を前提にして、両国の不実開示規制についての相違とその背後にある原因を分析し、アメリカ法研究から得られる示唆から日本の現行制度に存在する問題点について解決策を提示することを試みたい。

### 第1節 不実開示規制について日米制度上の相違と原因

#### 第1款 不実開示規制についてのアメリカの制度変遷と理由

33年法と34年法が制定されて以来、不実開示民事責任制度の実効性の向上、効率的な資本市場仮説という経済学理論の普及、証券市場の国際的な競争力、濫訴抑止という点についての問題意識はアメリカの情報開示制度の改革と不実開示規制に関する成文法と判例法の発展の重要な視点であると考えられる。

33年法と34年法の立法当時、両法は発行市場に向ける発行開示と流通市場に向ける継続開示についてそれぞれ重い開示負担を上場会社に負わせると同時に、投資家保護の目的から不実開示についての民事救済を用意していた。しかし、同制度により生じる重複の多い情報開示負担と責任リスクがアメリカの会社をアメリカ本土の証券市場から遠ざけることになっていた。そこで、証券市場の情報処理能力を前提とする効率的な資本市場仮説から影響を受け、上場会社の継続開示負担を軽減するために大幅な改正が行なわれ、上場会社の主な情報開示手段が発行開示から継続開示に変化することとなった。一方、投資家一人一人が発行会社の不実開示より被る損害が小額であることが原因で、33年法と34年法で用意された民事救済制度もほとんど利用されることがなかった。しかし、1966年に証券訴訟において集団訴訟制度を導入し、発行開示に含まれる不実開示を規制する33年法11条訴訟と継続開示に含まれる不実開示を規制する34年法10b-5訴訟が急増するようになった。

その後、効率的な資本市場仮説の影響力がアメリカの法制度にさらに浸透し、Basic判決により10b-5訴訟に適用され、投資家が発行会社とその役員及びゲートキーパーなどの不実開示責任者に対する大規模な集団訴訟を提起す

ることが可能となった。そして、判例法上も、裁判所は 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件について投資家にとって一連の親和的な解釈が行なわれるようになり、アメリカでは投資家保護という法的利益を重んじて、発行会社、その役員及びゲートキーパーなど不実開示責任を負う側に対して厳しい規制を加えるアプローチを取ったと考えられる。このような法制度が適用されてから、発行会社とその役員は投資家に訴えられることが次第に多くなってきたことが原因で、不実開示リスクに対応する D&O 保険が急速にアメリカ上場会社に普及することになり、10b-5 訴訟の和解金を目当てとする濫訴も増加し、アメリカでは発行会社の株価に大きな変動がある度に 10b-5 訴訟が提起されるような状況になっていた。

第 2 部第 3 章で整理した通り、流通市場における不実開示責任を発行会社に負担させることは投資家間の利益循環を生じ、不実開示に係る賠償金は結局発行会社の残存株主の負担となる一方、現代アメリカの投資家の性質を分析すると、分散投資型の投資家は不実開示から受ける損害がそれほど多くなく、不実開示発覚後に提起された 10b-5 訴訟は不実開示により生じる利益移転を回復することができないだけでなく、発行会社に新たな損失を与えることが明らかとなった。不実開示を計画して実施するのは発行会社にある役員であることに鑑みれば、不実開示責任を発行会社に負わせることによりどの程度の抑止効果が生じるかも疑問である。

アメリカの D&O 保険制度は主に Side A、Side B、Side C という三つの補償型があり、Side A 保険は役員が訴えられた場合の補填、Side B は会社が個人役員に対する補償のカバー、Side C は発行会社の不実開示責任をカバーする保険である<sup>942</sup>。原告投資家が発行会社と役員を共に訴える場合、10b-5 訴訟において被告である発行会社と役員との最終的な責任を認定する終局判決が出ない限り、役員が発行会社の財産で和解案を達成し、その後は Side C 保険金により和解金でカバーすることができる。しかし、こういう形による解決は実質的に同じ D&O 保険制度を使っている上場会社全体が不実開示を原因とする損害賠償金を負担することになり、和解金の支払いも 10b-5 訴訟の被告となる発行会社の保険料引き上げ事由となるから、不実開示訴訟から不利益を受ける者は結局発行会社、さらに言うなら社会全体であるとも考えられる。

以上のような発行会社が不実開示責任を負担する場合の問題を踏まえれば、10b-5 訴訟の濫用だけではなく、発行会社の負担を軽減するためには 10 条

---

<sup>942</sup> 山下友信＝山越誠司＝山下丈＝武井一浩＝増永淳一「役員責任の会社補償と D&O 保険をめぐる諸論点〔上〕」商事法務 2032 号 22 頁〔武井発言〕(2014)。

(b)項及び規則 10b-5 の法的要件自体を原告に厳しいアプローチに変更する必要があると思われ、アメリカでは 1995 年 PSLRA により、集団訴訟において弁護士と原告団の相互関係を変える改正を実施しただけではなく、10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件であるサイエンタのプリーディング段階における立証基準を引き上げる改正と重大情報の範囲を狭める改正も行なわれた。判例法上も、10 条(b)項及び規則 10b-5 の信頼要件について効率的な資本市場仮説の合理性を認め、原告一人一人は自己が不実な情報を含める情報開示を信頼して証券取引をしたことを立証しなくても、虚偽の情報が発行証券の市場価格に織り込まれることを前提に、不実開示が証券の市場価格を通じて投資家に損害を与えたことが認められるから、投資家が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて上場会社に対して大規模な訴えを提起する際に、ほとんどの場合に裁判所は発行証券により形成される市場が効率的であると認め、原告クラスが承認されるかどうかは被告が当該推定を覆す反証ができるかどうかに係っている。しかし、当該反証はきわめて難しく、判例を見る限り、成功する事例はほとんどないことが分かった<sup>943</sup>。それに対して、連邦最高裁判所は判例において信頼要件について一連の決定を下し、2014 年に Halliburton II 判決において信頼要件に関する訴訟当事者の力関係について新たな見直しがなされることとなり、被告は不実開示が市場価格に影響を与えなかったことを立証すれば、FOTM 理論についての反証が認められるようになった。もちろん、現在のところはまだ新たな判例が蓄積されているわけではないから、同判決により投資家が 10b-5 集団訴訟を提起することの難しさが増していくとは限らないが、アメリカの不実開示規制は新たな方向に展開していくのではないと思われる。

## 第 2 款 日米比較の観点から日本の不実開示規制に対する提言

アメリカの不実開示民事制度は 1930 年代に制定されてから現在まで約 80 年の歴史を持ち、アメリカ証券市場の特質、経済状況の変化や法の実践状況などに適応して幾つかの法改革が行なわれた後、現在の 10 条(b)項と規則 10b-5 に関する判例法が形成されてきた。日米の不実開示民事責任制度は立法の背景、経済状況や法的制度において多数の相違点が存在する以外に、法的要件とその解釈も相当に違っていると看做なければならない。本稿ではアメリカ法の部分において、重大性とサイエンタという法的要件に関しても詳しい分析を加えたが、本稿は日本の現行法制度について立法論の角度から考察と提言を行なうことを目的としたい。従って、両国の不実開示民事責任制度の法解釈上の相違には深入りせず、立法論の観点から両国の相違を踏まえ、

---

<sup>943</sup> 前掲第 2 部第 4 章第 2 節第 3 款を参照。

アメリカ法研究から得られた視点を用いて序論で提出した日本の現行法制の問題点について考察を加える。

## 一 不実開示民事規制の実効性を上げるために取られる方法

### 1 アメリカ

前記の通り、日本もアメリカの 33 年法と 34 年法を参照し、情報開示制度と法定書類に含まれる虚偽記載について民事責任規制が作られ、近年にはアメリカと同様に上場会社の開示負担を軽減するために統合開示制度を導入するようになり、金商法上定められた民事責任規制制度があまり利用されていない状況も 33 年法と 34 年法が施行された当時のアメリカの状況と同じであった。アメリカも日本と同じで、不実開示の抑止と責任追及の観点から、不実開示民事訴訟の効用に大きく期待している。しかし、アメリカでは虚偽記載についての民事規制の実効性を高めるために、証券訴訟に集団訴訟制度を導入することにより不実開示を容易に提起させる環境を整え、投資家より弁護士の役割を活用し、不実開示事件について行政規制能力の不足を補うことを 10b-5 訴訟に期待する。それに対して、日本では流通市場における虚偽記載について発行会社に無過失責任（平成 26 年改正では立証責任の転換された過失責任）を負わせること、虚偽記載と因果関係のある損害額の認定について推定規定を置くことにより、発行会社を不実開示民事訴訟のターゲットにすることにより投資家の訴訟提起のインセンティブを上げることを選択した。

日米で同じ問題を解決するためにこのような二つ異なるアプローチを取ることの理由は、不実開示民事訴訟に期待する一番重要な目的が異なることにあると思われる。アメリカでは、第 2 部第 3 章で整理したように流通市場における不実開示訴訟が生じる利益循環問題から見れば、投資家の現実損害を回復する損害賠償目的の達成を 10b-5 訴訟に期待する正当性が欠けると一般的に認識されている一方、アメリカ民事訴訟の特徴として不実開示責任を最終的に判断する終局判決までたどり着ける事件がきわめて少なく、法的利益のある 10b-5 訴訟を提起する原告投資家でも、訴訟において請求した損害賠償額ではなく、請求額の 2%から 3%くらいの和解額を得ることにより救済されている<sup>944</sup>から、投資家への損害賠償目的を 10b-5 訴訟に期待することは現

---

<sup>944</sup> Coffee, *supra* 73, at 414; Elaine Buckberg et. al., *Recent Trends in Shareholder Class Action Litigation: Are WorldCom and Enron the New Standard?* 6 (NERA Econ. Consulting 2005)

<http://www.nera.com/publications/archive/2005/recent-trends-in-shareholder-class-action-litigation--are-world.html>.

実的ではないと言うことができ、10b-5 訴訟の一番大きな存在意義は不実開示への抑止目的であり、浮上しなかった不実開示事件を摘発することであると考えられる。

しかし、だからと言って、アメリカ不実開示民事制度の下で、発行会社の負担が軽いとは言えず、D&O 保険の存在、役員と発行会社間に存在するエージェンシー問題や、事実審理の前に和解により訴訟を終結することが多いというアメリカ民事訴訟の特徴により、原告投資家がターゲットとして選んだのは役員か発行会社かに関わらず、10b-5 訴訟が提起されたら、和解金を支払うことにより不利益を受けるのは発行会社あるいはその株主であると考えられる。日本においては不実開示訴訟が証券の発行会社に集中する一方、発行会社が不実開示訴訟において巨額な損害賠償金が課される可能性は大きいという意味で大きなリスクを有しているのに対して、アメリカでは証券の発行会社が 10b-5 訴訟の数から大きなリスクを負わされていると言えると思われる。それに対応するのは、アメリカ議会が 1995 年に行った PSLRA 法改正と、近年において連邦最高裁判所が判例法において 10 条(b)項と規則 10b-5 の法的要件を厳しく解釈することであると思われる。

## 2 日本

日本では投資家の市場に対する信頼保護を重んじ、不実開示が証券の公正な市場価格の形成を妨げるとして、不実開示の可罰性を強調し、流通市場における虚偽記載についても投資家救済の観点から発行会社に重い責任を負わせる制度が合理的であるというのが一般的な認識となっている<sup>945</sup>。そして、十分な賠償資力を有する発行会社に不実開示責任を負わせることは投資家への損害賠償目的を最もよく達成できる方法であると考えられる一方、発行会社が不実開示訴訟を通じて投資家に賠償金を支払った後に役員に対して求償を行なうことや、発行会社株主が役員に対して株主代表訴訟を提起することを通じて、不実開示の抑止目的を達成するという立場が日本の現行制度を支持する通説的見解となっている。しかし、アメリカにおける議論を参照すると、このような説明は必ずしも妥当であると言えないのではないかと思われる。

### (1) 損害賠償目的

発行会社に不実開示による損害賠償金を支払わせることにより投資家への損失補填目的を実現することは公平性を欠き、かつ不実開示から生じる悪影

---

<sup>945</sup> 第 1 部序論部分日本における不実開示民事訴訟の抑止目的と損害賠償目的に関する議論を参照。

響をさらに拡大させることになるのではないかと考えられる。確かに発行会社が証券発行により資金調達など数多くの直接・間接利益を享受する側であり、かつ一般的な観点からは強者として見られるから、それと弱者として見られる一般投資家の間に存在する情報格差や訴訟能力の格差を調整するために、不実開示訴訟においては発行会社により重い責任を課すべきであると考えられるが、上場会社制度の本質を突き詰めれば、発行会社が賠償責任を負担することは不実開示から救済を得られない株主、さらには発行会社に残存する株主が賠償責任を負担することになる。発行市場における虚偽記載については、発行会社が不実開示から直接的な利益を得ているから、発行会社に重い責任を課しても不合理ではないと考えられる。しかし、流通市場における不実開示が株価をつり上げたとしても、この不当につり上げられた部分は市場の投資家間で移動されることになり、証券投資家全体の損失がゼロであると評価できるにもかかわらず、発行会社に残る投資家の負担により不実開示から損害を受けた一部投資家の損失を補填することは不実開示の悪影響をさらに拡大するという結果をもたらすと思われる。

投資家の市場に対する信頼保護という現行制度の政策目的から見ても、たまたま不実開示から損害を受けた投資家に強い保護を与えることでその者が市場に対する信頼を保護しても、もう一部の救済を受けない発行会社に残存する投資家の市場に対する信頼を失うのではないかという懸念がある<sup>946</sup>。例えば、株式の流通市場における不実開示を例に、不実開示に関係する投資家を、①不実開示がなされた後に株式を取得し、不実開示の発覚まで保有する投資家、②不実開示前に株式を取得し、不実開示がなされたことにより、株式の市場価格がまだ上昇する見込みがあるのではないかと信じて、不実開示の発覚まで保有する投資家、③発行会社の長期的な発展について信頼し、配当により享受できる利益を期待するために発行会社の長期株主になった投資家という三つのグループに分けることができると考えられる。仮に機関投資家などの投資対象を大きく分散する投資家が不実開示訴訟により生じる自己への利益循環を考えなくても、一般投資家の投資趣旨によって、投資家グループを長期株主③と短期株主①②に分けると、現行制度は長期株主になることを意図する投資家の利益に大きな不確定なリスクを生じさせることが考えられるだけでなく、短期の投資利益を期待する①と②の投資家にとっても、自己が①と②のいずれの側になるかということは全くランダムなことである。現行制度のように、投資家保護を強調して不実開示訴訟当事者の責任リスクの分配に関しては明らかに投資家側に偏っていることがかえって一般投資家の投資リスクを増加させることになるのではないかと思われる。

---

<sup>946</sup> 田中・前掲（注27）865-866頁。

## (2) 抑止目的

現代において役員報酬はストック・オプションの付与、業績と連動するポイント制報酬や株式報酬（1円ストック・オプション）など株価に連動する形でなされるメカニズムが少なくない一方、株価低迷を引き金にする敵対買収<sup>947</sup>や、役員のリストラ・ピリオドの問題<sup>948</sup>などが役員にとっては不実開示を図る十分な動機になると思われる。それに対して、発行会社は不実開示後に新たな資金調達を行わない限り、不実開示からは間接的・無形的な利益しか得られないと考えられる。役員が不実開示の発覚に伴う会社名誉の失墜や経営陣に対する不信を招来してさらなる大きなダメージを会社が被るといふ大きなリスクを負ってまで、発行会社のため、または株主の利益最大化を図るために不実開示を行なうということは考えにくいのではないかとと思われる。むしろ、前記の通り、役員はもっぱら発行会社の一時的な好調を見せかけるために不実開示を行なって、かつ発行会社が当該不実開示により利益を受けていない場面においては、発行会社も一つの被害者と考えられ、不実開示というスキャンダルにより取引市場だけではなく、業界、取引相手、さらには顧客からの不信も招くことになるだろうと思われる。発行会社に厳しい制度設計をすることで、不実開示について発行会社が損害賠償を命じられる可能性が大きく、不実開示訴訟に伴う巨額な賠償リスクと発行会社が不実開示訴訟に投入する時間的・経済的コストも増加することになると考えられる。現行制度は生き返る可能性もまだある発行会社から更生の可能性を徹底的に奪うことにもなりうるのではないかとと思われる。従って、現行制度は発行会社に対しては過剰規制であると言わなければならないと考える。

役員が不実開示を行なう動機として、日本ではそれをただ利己的な動機として捉えるべきではなく、長期雇用の従業員や取引先に対して抱いている義務感から不実開示を行なうことも考えられると指摘する学説<sup>949</sup>がある。しかし、発行会社を破産に追い込むまでの大きなスキャンダルを隠すために継続的かつ悪質な不実開示が行なわれた場合ではない限り、不実開示が発覚した場合のダメージを総合して考えれば、不実開示をすることによりこれらのステークホルダーの方によほど大きなダメージを及ぶのではないかと考えられる。発行会社が投資家に対して損害賠償金を支払ってから、責任のある役員に求償を行なうことにより抑止目的を果たすという観点は理論上可能であっても、不実開示の発覚により、発行会社が信用の失墜、課徴金処分、不実開示訴訟リスクと多額の賠償金支払いリスク、取引所からの処分、さらにはこ

<sup>947</sup> 田中・前掲（注27）894頁。

<sup>948</sup> 前掲第2編第3章を参照。

<sup>949</sup> 田中・前掲（注27）885頁。



これらの要素から発生する株価の下落という一連の事情を処理し終えたら、役員に対する責任追及を行なう余力がまだ残っているかは疑問である。現行制度は不実開示訴訟を提起しようとする投資家の目線を発行会社に導いている一方、投資家は発行会社が倒産でもしない限り、役員など不実開示に関与する他の者に損害賠償請求をしないという選択が合理的であり、実際判例の事実背景を見ても、投資家は確かにその通りに行動していることが明らかである。現行制度は発行会社という象を過剰規制で殺しながら、不実開示を企画・実施した役員という象を操縦する者に対する規制は不十分ではないかと思われる。

以上のように考えると、発行会社に対する責任追及を容易にするアプローチを取ることによって不実開示民事規制の実効性を上げるより、集団訴訟の導入を検討すべきではないかと思われる。確かに、完璧な制度は存在しないと思われる。現実の状況から見ると、弁護士が巨額な報酬を有するアメリカにおいて、集団訴訟制度が導入される副作用として、1995年のPSLRAが実施される前に発行会社が日々の濫訴リスクに向き合わなければならない立場に追い込む事態になった。しかし、PSLRA法改正において集団訴訟原告と原告投資家の間に存在するエージェンシー・コストを軽減すること、原告投資家が集団訴訟を提起する際に求められるサイエントの立証基準を引き上げること、将来予想に関する記述を重大性ある情報の範疇から取り除くことという一連の措置が採られたことにより、濫訴の問題がかなり改善されてきたと評価されている<sup>950</sup>状況から見れば、集団訴訟の欠点は決して回避できない問題ではないと思われる。特に、アメリカとは民事訴訟手続や司法制度上には大きな違いが存在するから<sup>951</sup>、集団訴訟を導入しても濫訴問題はアメリカほど深刻になりづらく、アメリカ法改正から得られた示唆を用いて民事訴訟手続上の立法技術を工夫すれば、証券訴訟分野においても集団訴訟制度をうまく運用できるのではないかと考えられる。ただし、このような制度転換を正当化するために一番肝心なのは、不実開示訴訟に最も強く期待する役割を投資家への損

---

<sup>950</sup> Coffee, *supra* 73, at 410.

<sup>951</sup> 例えば、①アメリカにはディスカバリー手続が存在し、原告による請求が一旦成立したら、被告会社が原告の請求に応じてすべての内部資料を開示しなければならなくなるから、被告会社がそれを回避するために、和解を選択するインセンティブが極めて大きいと考えられる。②アメリカには判例法が存在することで、10条(b)項及び規則10b-5の法的要件についての解釈にはまだ多くのグレーゾーンが存在し、各巡回裁判区が同じ法的要件についてそれぞれ違う判断基準を有する場合が多く、原告投資家が自分に有利な解釈をとる可能性の大きい巡回裁判区裁判所で訴訟を提起すれば、訴訟が却下される確率も小さくなる。③原告弁護士の報酬が高く、和解金の25%ほどの金額を得るのは一般的なケースである。Id, at 413.

害賠償目的から不実開示行為への抑止目的に移転するという問題意識の変化ではないかと思われる。

## 二 発行開示に含まれる不実開示民事規制の境界線

### 1 アメリカ

本稿では繰り返して主張しているとおり、発行会社は証券を発行する際には、証券発行に伴う発行開示において不実な情報を公表することにより、公正な価値以上の価格で証券を発行することができるから、発行会社が不実開示より十分な利益を得ることができ、発行会社の既存株主に不実開示の損害賠償責任を負わせても不合理な点はないと思われる。それに対して、発行会社が流通市場向けの情報発信において不実な情報を発表する際には、発行会社がそれに続いて新たな資金調達を行わない限り、会社の評判や人材確保など間接的かつ無形的な利益を得ることしかできないと思われる。発行市場向けの不実な発行開示と流通市場向けの不実な継続開示の性質は明らかに違うと考えられる。

アメリカではこの点を意識した上で、発行開示と継続開示の民事規制の間にはっきりした境界線を置いていると思われる。発行開示に含まれる不実開示についての民事責任が 33 年法 11 条により定められ、原則として発行登録書類に含まれる不実開示が発行市場に与える影響だけを救済対象としている<sup>952</sup>。流通市場向けの不実開示についての民事責任を規制する 34 年法 10 条 (b) 項及び規則 10b-5 は、発行会社が SEC に提出する法定書類に含まれる不実開示だけでなく、発行会社による適時開示、記者会見の形で行なわれたプレスリリースなどの情報公表に含まれる不実の情報開示の民事責任を広くカバーしている。裁判所が黙示的な訴訟原因とする 10 条 (b) 項及び規則 10b-5 の判例法理を創造する際に、投資家保護という政策目的を考慮して 34 年法 10 条 (b) 項と SEC 規則 10b-5 を統合し、法的要件についての法解釈はコモン・ロー上の詐欺法理を参照して損害の算定は現実損害 (out of pocket) を採用し、原則としては投資家が不実開示を信頼して取引をしたという信頼要件を証明しなければならないが、FOTM 理論と *Affiliated Ute* 推定の要件に該当する場合には、投資家が直接的な信頼要件を立証するより推定の適用を主張すれば足りる。一方、33 年法 11 条は発行市場投資家に強い保護を与え、原告が虚偽記載を主張する際に、虚偽記載の存在、自らの損害を主張すれば十分であるように設定されている。同条の下に、発行市場投資家である原告は

---

<sup>952</sup> 流通市場投資家が 33 年法 11 条に基づいて損害賠償請求をするためには、厳しいトレーディング要件を満たさなければならない。

発行会社から証券を取得する際には発行開示に含まれる虚偽記載から影響を受けたと仮定されているから、自ら信頼要件を証明しなくても救済を受けることができるが、流通市場の投資家が同条に基づく損害賠償を請求するためには厳しいトレーシング要件を証明するしかない<sup>953</sup>。

## 2 日本

日本の金商法においても、発行市場における情報開示と流通市場における情報開示を分けて、それぞれの法規制を設けている。しかし、アメリカでは発行会社により公表されたすべての情報が投資家が投資判断を行なう際に重大な影響を与えたと考えていないから、投資家に厚い保護を与える 33 年法 11 条の適用には慎重であるように見えるが、金商法では投資家保護の観点から、流通市場における虚偽記載の民事責任を規制する 21 条の 2 を設けていたが、発行開示と継続開示に含まれる虚偽記載が生じる効果の違いを踏まえて区別をつけておらず、発行会社の責任が過重であるようにも思われる。

つまり、発行会社は不実開示を行うことにより不当な利益を得ているから、原状回復の観点から見ても発行会社に無過失を課すことや、損害額と因果関係の認定について推定規定を設けることにより原告の立証責任を緩和することはなんらの不公平も生じないと思われる。不実開示についての民事規制を救済対象により発行市場と流通市場に分けるだけではなく、規制対象も発行開示と継続開示に分けることが妥当であると考えられる。発行市場に向ける発行開示に含まれる不実の情報公表に対する民事救済は原則として発行市場の投資家にとどまり、賠償額も発行会社が証券発行より得られた融資額を上限とすべきであると思われる一方、流通市場における継続開示に含まれる不実な情報発表に関する民事救済は投資家への損害回復ではなく、不実開示への抑止目的を最も重視し、不実開示から損害を受けた流通市場投資家は発行会社が不実開示から利益を得たことを証明することや、発行会社の故意や過失を証明できなければ、発行会社への責任追及はできないように設定することが合理的であると思われる。

アメリカの判例においては、流通市場の投資家が 33 年法 11 条に基づいて訴訟を提起する際に満たさなければならないトレーシング要件を厳しく解釈する傾向があるが、11 条訴訟から救済を受ける投資家も非常に限定されることとなり、11 条の制度趣旨が没却されることになるのではないかという学界から批判の声も高く挙げられている<sup>954</sup>。筆者は前記のとおり日本は発行開示

---

<sup>953</sup> 前掲第 2 部第 2 章発行市場における不実開示の責任参照。

<sup>954</sup> 前掲第 2 部第 2 章第 2 節第 3 款参照。

と継続開示に含まれる虚偽記載の違いを踏まえて、制度設計をするべきであると主張したが、アメリカのように 11 条の救済を受ける投資家の範囲を厳しく制限する必要はないと思われる。例えば、投資家が請求できる損害額の上限を証券の発行価格に設定し、流通市場において発行会社に対して責任を追及できる投資家の範囲を当該証券発行が行なわれてから一年以内に証券を取得した者に限定するなどの制度設計に合理性があると思われる。

### 三 効率的な市場仮説の影響

#### 1 アメリカ

証券市場において発行会社とその発行証券に関する情報が投資家の投資判断や証券アナリストの分析などにより株価に反映されているというのが効率的な資本市場仮説である。この経済理論はアメリカの情報開示改革と 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件である信頼要件に関する FOTM 理論の経済学上の根拠となっている<sup>955</sup>。連邦最高裁判所は効率的な市場理論の合理性を認め、証券市場には一般的な効率性を有することを想定し、信頼要件という重要情報に関する不実開示の場合に大規模な集団訴訟が形成できるかどうかに関わる一番肝心の法的要件について、FOTM 理論という推定の適用が認められ、大型の上場会社が発行する証券により形成される証券市場であれば、裁判所は一般的に当該証券市場が効率的であるということについての立証を原告に求めず、不実な情報開示が株価に織り込まれることを想定し、被告が当該推定を覆す反証を行わなければ、不実開示と原告の証券取引の間に因果関係が存在し、不実開示が投資家の投資判断に影響を与えたと認定されることになる。FOTM 理論が 10b-5 訴訟とコモン・ロー上の一般的な詐欺訴訟との最大の相違点であると同時に、10b-5 訴訟の最大の特徴であると言われている<sup>956</sup>。

しかし、アメリカ法の部分で述べた通り、効率的な市場と不実開示の関係はそれほど単純なものではない。一般論から言えば、証券市場というのは一般的な効率性を有するものであるか、それとも数多くの投資家が発行会社と発行証券の将来価値に関する自らの予測により形成された非合理的なものであるかは論者によって違ってくる<sup>957</sup>。ただし、アメリカの研究者が論じた通り、効率的な資本市場仮説を主張する経済学者でも、効率性のある市場であっても情報が発表されて株価にインパクトを生じないことがあることを否定していないし、証券市場は効率性を有しないと主張する経済学者でもある情

<sup>955</sup> 前掲第 2 部第 2 章第 2 節参照。

<sup>956</sup> 前掲第 2 部第 2 章第 2 節第 3 款参照。

<sup>957</sup> 鬼頭＝内藤・前掲（注 884）3 頁。

報が証券の市場価格に大きなインパクトを与えることがあることを否定できない。さらに、証券市場が効率的であることを前提にして考えみても、証券の市場価格が発行会社により公表される情報だけではなく、発行会社が経営するビジネスの業界に関する情報、政府がある業界により新たな政策を考案する見込みなど多種多様な情報があり、アナリスト、格付け会社や機関投資家などの情報分析専門家がこれらの情報に二次的な加工を加えて形成する新たな情報も考慮すれば、発行会社が継続的な不実開示を行なわない限り、上場歴が長く、かつ多くの注目を浴びている上場会社の証券について形成される効率性の高い証券市場こそ、不実な情報発表によりつり上げられた価格増加分が他の真実の情報により修正されやすいと解すること<sup>958</sup>も合理性があると思われる。

証券市場が一般的に効率的であることを前提に投資家に手厚い救済を与えるべきであるか、それとも証券市場が効率的であるかどうかに関わらず、個別の不実開示が証券価格に大きな影響を与えたかどうかについて判断する上で、投資家に手厚い救済を与えるべきであるかについては学説上意見が分かれている。そして、近年において当該議論が盛んになり、2014年のHalliburton II判決が下される前に、連邦最高裁判所はFOTM理論を否定するアプローチを取るのではないかという声が高まり、2014年の10b-5訴訟の和解事件数はPSLRA法改正が実施されてからの史上最低レベルに達すると同時に、和解金平均額も最近10年間における史上最低値に達している<sup>959</sup>。連邦最高裁判所が同判決においてFOTM理論の代わりに不実開示による価格インパクトの存在を信頼要件に関する推定として確立するのではなく、FOTM理論に対する適切な反証方法として認めた後、10b-5訴訟の数がまた増え始める傾向を見せている<sup>960</sup>。

被告は不実開示と原告の投資判断の間に存在する因果関係が切断されることを証明することによりFOTM理論に対して反証することが理論上に可能であるが、被告は実際にどのような証明活動を行ったら適切な反証といえるかについては不明であり、実務的には極めて難しいと思われる。しかし、効率的な市場仮説、またはそれを土台とするFOTM理論という信頼要件に関する推定は絶対的ではなく、流通市場における不実開示民事規制の制度前提とも言えず、被告には当該理論を覆す可能性がある限り、責任を逃れる余地があると考えられる。Halliburton II判決が下されることにより、流通市場における不実開示を規制する10b-5訴訟には新たな展開が期待できると思われる。

---

<sup>958</sup> 若杉・前掲（注34）10-11頁。

<sup>959</sup> Comolli & Starykh, *supra* 171, at 7, 20.

<sup>960</sup> *Id.*, 6.

## 2 日本

日本では証券取引法・金商法の制度設計をする際に効率的な資本市場仮説という経済的理論はあまり言及されていないにもかかわらず、アメリカから強い影響を受けていることが原因で、金商法と会社法において効率的市場を前提とする制度又は企業慣行は少なくなく、内部留保と株式時価公募発行がその典型的な例である。会社法は、会社が営業から得られた利益の一部は株主総会や取締役会の決定により配当として株主に支払うことなく、会社の内部に留保することを認める理由は、市場が効率的であるということ仮定し、投資家は配当を一時的に取得できないが、投資資金の増加で、会社の将来利益も増加するだろうという将来予想が株価に反映し、株価の上昇は配当よりも株主に大きな利益を与えることが考えられるからである<sup>961</sup>。株式の時価公募も同じであり、会社法は上場会社が株式の時価により新株発行をすることを認めることは、効率的な市場において形成された株価が会社の公正な価値を反映していると想定し、新株主が市場株価で株式を引き受けることは公正である一方、既存株主も株価上昇の利益を享受することができるからである<sup>962</sup>。

金商法の分野を見ると、効率的な市場理論を用いてその合理性を説明できる制度がさらに鮮明であるように思われる。前記のように<sup>963</sup>、日本が昭和63年に実施した情報開示制度改革はアメリカの統合開示制度を参照して行なわれたから、アメリカの開示制度と同様に、効率的な市場仮説という理論が制度の前提であることは明らかである。不実開示民事責任規制を分析すると、制度設計、判決理由さらには学術論文でも金商法の不実開示規制と効率的な市場仮説理論との相関性を言及したものはあまりないにもかかわらず、アメリカにおいては発行者の責任認定をする際に訴訟当事者は効率的な市場仮説の合理性又は市場が効率的であるかどうかについてはまだ争う余地があるにもかかわらず、日本では効率的な市場仮説と同様なロジックを制度の前提にすることは発行会社に明らかに不利な制度設計をしていると思われる<sup>964</sup>。

日本では投資家が流通市場における不実開示について訴訟を提起するインセンティブを高めるために、不法行為原則を修正し、被告の故意・過失に関する原告の立証責任を被告に転換する一方、不実開示情報が証券価格を通じて投資家の投資判断を歪めたという元々は効率性を検証してから成立する効率的な市場仮説を前提にしながら、損害額と因果関係の推定規定を設けるこ

<sup>961</sup> 若杉・前掲（注34）8頁。

<sup>962</sup> 若杉・前掲（注34）8頁。

<sup>963</sup> 前掲本部第1章、日本の情報開示制度部分を参照。

<sup>964</sup> 池谷・前掲（注448）42頁。

とにより、発行会社は不実開示以外の数多くの事情による株価下落額を一つ一つ立証しなければ責任を免れることが不可能なように設定している。この点からみれば、日本の現行制度の下で発行会社が負担する責任リスクはアメリカの不実開示責任制度より遥かに大きいと言わなければならない、当事者間の衡平として、現行制度が発行会社にとっては不当ではないかと思われる。

不実開示について厳しい責任規制を設定する理由は、不実な情報開示が証券の公正な市場価格の形成を妨げることでありと解されている。言い換えれば、投資家が公衆縦覧されている開示書類を信じているかどうかに関わらず、市場価格が必ず不実な開示情報を反映し、投資家はその影響を受けた上で各自の投資判断を形成すると暗示していると思われる。効率的な市場仮説も同じようなことを意味しているが、このような結論が成り立つ前提として、証券市場が効率的でなければならない、発行会社により発表される情報が瞬時かつ完全に株価に反映されなければならない。しかし、日本の証券市場がどれほどの効率性を有するかについては厳格な実証研究を経なければならないと思われる一方、業務提携、新株発行または新しい経営計画を立てることなど会社運営に関連して投資市場に大きなインパクトを与えうるタイムリーな情報公表に含まれる不実開示について投資家が不法行為の一般原則や会社法に基づいて責任追及を行うことしかできないのに対して、適時性を有しないかつ難しい会計情報を中核とする法定開示に含まれる不実開示が市場に対してどれだけのインパクトを生じていたかについては検証されず、発行会社に大きな賠償責任を課するのは合理性を欠くだけでなく投資家保護を達成することができないのではないかと思われる。そして、現行制度の下で、不実開示の事実が発覚されたことに続く株価暴落は、不実開示により吊り上げられた部分が解消された結果より、むしろ不実開示訴訟リスクや巨額な賠償責任が課されるリスクにより影響された下落幅が大きいのではないかという疑問がある。

流通市場における不実開示についての民事規制は法定書類に含まれる不実開示に限定すべきではなく、発行会社または発行会社を代表する役員が流通市場投資家に向けて行われるあらゆる不実な情報開示を規制範囲に入れるべきであると考えられる。そして、制度設計としては市場の効率性をある程度認めても、損害額認定の前提とするほど意識すべきではなく、現行制度より一般不法行為に回帰すべきではないかと思われる。原告投資家が流通市場における不実開示について発行会社の責任を追及するためには、発行会社の故意・過失を証明する責任を課す一方、不実開示発覚後に続く株価の下落は不実開示以外の事情により生ずるものであることについての立証は損害額認定の段階においての減額条件ではなく、被告は不実開示が市場価格に影響を与えなかったことを立証することにより不実開示についての賠償責任から免

れるか、又は投資家自身が不実開示から影響されたから証券取引をしたことを原告が証明することにより、不実開示と原告取引判断の間の因果関係を肯定して発行会社には賠償責任があると認定するかというような制度設計が両者の均衡を取ることができ、不実開示が発行会社に生じるダメージも軽減できるのではないかと思われる。

#### 四 ゲートキーパーに対する規制

上場会社が証券市場に向けて情報開示を行なう際には、発行会社の外部にある他の者からの協力も求めなければならない。公認会計士、監査法人や弁護士などの専門家がその典型的な例となる。発行会社により情報開示が社会に届く前に、これらの専門家は情報の真実性を審査して、不実開示を防止する役割を果たすことになり、開示情報に不実な情報が発見された場合に、これらの専門家に注意義務を問う余地がある。しかしその反面、発行会社が不実開示を行う際に、開示情報の真実性を見せかけるために、これらの者に積極的に協力を求める場面が考えられる一方、これらの者がなんらかの利益のために発行会社に教唆的な働きをかけることも考えられる。このような不実開示に関与する専門家が不実開示の幫助・教唆者として考えるなら、不実開示について同じような役割を果たせる者はゲートキーパーという専門家にとどまるだけではなく、例えば取引の相手や発行会社の親会社など発行会社になんらかの利益関係を有する者が不実開示について実質的な関与を加えるパターンも考えられる。発行会社に賠償責任を負わせることにより生じる投資家間の利益循環問題、発行会社に対する民事規制は不実開示への抑止力に欠けること、役員には投資家を救済する十分な賠償力を有しないことという現行制度に存在する問題は、これらの者への不実開示責任追及を認めることによりある程度解消できると思われる。アメリカにおいて、これらの者はすべて不実開示行為者になんらかの働きをかけた第二次的な 10b-5 責任者として考えられている。

##### 1 アメリカ

アメリカでは、発行市場に向ける発行開示書類に虚偽記載が含まれる場合に、監査法人、引受証券会社や弁護士などのゲートキーパーの民事責任が 33 年法 11 条により定められている。流通市場における不実開示の民事責任はすべて 34 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 の規制を受けるが、責任主体ごとに特別な法的要件を設けていない。つまり、10 条(b)項及び規則 10b-5 の法的要件を満たせば、発行会社かゲートキーパーかを問わず、誰でも同条に定められる責任を負うこととなる。1994 年の Central Bank 判決の前には、情報開示書類の作成に幫助・教唆的な役割を加えたゲートキーパーには第二次的な



10b-5 責任があると認められていた。学説上もゲートキーパーを不実開示の責任主体に設定する制度設計の優位性を論じた見解が多いが、裁判所は不実開示責任主体をゲートキーパーまで拡大したら、証券発行のコストが引き上げられることになり、アメリカの証券市場の国際競争力の低下に繋がることを懸念する。連邦最高裁判所が **Central Bank** 判決において不実開示者に幫助・教唆的な役割を果たした者の第二次的な 10b-5 民事責任を否定した後、**Stoneridge** 判決と **Janus** 判決において 10 条(b)項及び規則 10b-5 の法文をさらに厳格的に解釈することで、投資家が 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて不実開示の内容について最終的な決定権を有しないゲートキーパーなどの不実開示関与者に対して責任を追及することが実質的にできなくなった<sup>965</sup>。それに対して、アメリカの学界は強く批判を加えている。近時の調査研究報告を見ると、2006 年頃に会計事務所が 10b-5 訴訟の共同被告として訴えられた事件の割合は 10%程度であり、2008 年に **Stoneridge** 判決が下されてからは 6%程度に減少し、2011 年に **Janus** 判決が下された後は 3.1%に激減し、2014 年はわずかの 0.9%であることに鑑みれば<sup>966</sup>、アメリカの現行制度の下で、投資家がゲートキーパーなど不実開示に関与した第二次的な行為者に対して責任追及を行うことがきわめて難しいのは明らかである。

## 2 日本

日本は金商法 21 条において発行市場における虚偽記載について元引受人、売出人、監査法人と公認会計士の責任を定め、24 条の 4 において流通市場における虚偽記載について監査法人と公認会計士の過失責任を定めている。しかし、前記の通り<sup>967</sup>、平成 16 年に金商法 21 条の 2 が新設されてから、発行会社が破産しない限り、投資家が 24 条の 4 に基づいてゲートキーパーの責任を追及することはほとんどない。現行法はこれらの者に対する規制が不十分であると言わなければならないと思われる。

投資家への損害賠償目的から考えると、監査法人や投資銀行などの専門家は発行会社のように大きな賠償資力を有しないかもしれないが、これらの者の賠償責任を重視することで、発行会社の負担が軽減されると同時に、投資家の救済にも資すると思われる。何よりも重要なのは、投資家グループの外部にあるゲートキーパーなどの不実開示関与者や役員に損害賠償責任を負担させることこそは、発行会社が流通市場の不実開示責任を負担する際に生じる利益移転を解消する最も良い方法ではないかと考える。不実開示行為への抑止目的から考えると、ゲートキーパーなどの不実開示に加担する者に対す

---

<sup>965</sup> 前掲第 2 編第 5 章参照。

<sup>966</sup> *Comolli & Starykh, supra 171, at 14.*

<sup>967</sup> 前掲本編第 2 章参照。

る民事規制の実効性を上げることは、責任リスクを増大することでゲートキーパーが監視的な役割をよりよく果たせることが期待できる一方、よりよく抑止的効果が実現できるのではないかと思われる。

従って、金商法 24 条の 4 に定められるゲートキーパーに関する不実開示責任規制はアメリカのように縮小または排除するアプローチを取るべきではないだけでなく、規制範囲は現状のように公認会計士と監査法人に限定すべきではなく、弁護士<sup>968</sup>や経営アドバイザーなど不実開示の作成に関与し、さらには他の教唆・帮助的な役割を果たした者を広くカバーすべきではないかと考えられる。アメリカにおいて、第二次的な行為者についての規制範囲を拡大することで、ゲートキーパーが情報開示に関連する業務を引き受ける際に請求する報酬が引き上げられることを通じて証券発行コストを増大させる懸念が存在し、取引相手などに不実開示訴訟リスクを課すことで上場会社の国際的な競争力を害する恐れもあると指摘され、これらの者に 10b-5 訴訟の威力をかけることに躊躇したと思われる。しかし、過失責任制度の下で、ゲートキーパーや、取引相手などの不実開示関与者の責任が簡単に認定できるものではないと思われ、不実開示責任リスクが特に大きいとは言えないなら、証券発行コストの増大と日本の上場会社と取引する場合の責任リスクが引き上げられることに繋がらないと考える。例えば、情報開示への関与度の高いゲートキーパーに過失責任を課すと同時に、責任上限額を設定すれば、これらの専門家が相当な注意を払って誠実に業務を遂行するインセンティブが強められる一方、責任負担が特に重いわけではないと考えられる。そして、観念的には不実開示への距離の遠い取引相手などの関与者に関して、不実開示について故意または重過失がある場合に限定して責任を課すような制度設計は、不実開示について何の認識も存在しない取引相手などに大きな責任リスクを負わせることにならないと思われ、知った上で幫助・教唆的な役割を果たした者はそもそも罰すべき者として考えられるから、損害を被った投資家に対して賠償責任を負わせることは不当ではないと思われる。

ゲートキーパーや不実開示関与者についての民事責任規制の実効性を上げる必要があると筆者は主張するものであるが、現行の金商法により定められる法的要件に特別な修正を加える必要はないと思われる。現行制度の下で、投資家が発行会社に責任追及を行なう際の立証責任は、投資家が役員やゲートキーパーなどに責任追及を行なう際の立証責任よりはるかに軽いと言わな

---

<sup>968</sup> 近時の証券弁護士の役割について詳しい分析を加えた先行研究として、佐藤岳仙「証券発行における弁護士の役割—法律意見書とデュー・ディリジェンスの抗弁の検討を中心に—〔上〕」商事法務 2035 号 34 頁、佐藤・前掲（注 828）45 頁がある。

ければならないと思われる。しかも、発行会社の賠償能力に鑑みると、不実開示から損害を受けた投資家が発行会社をターゲットにして責任追及を行なうことは言うまでもないほど最も合理的な選択であると思われる。これこそが監査法人などのゲートキーパーの責任を定める民事規制が高い実効性を有しない理由であると思われる。発行会社の責任規定の法的要件を厳しく設定することにつれ、投資家の視線も自然に役員やゲートキーパー、さらには不実開示に関与する他の者に向くようになり、金商法 24 条の 4 の実効性が高まることも期待できるのではないかと思われる。

## 五 不実開示民事規制と行政制裁の関係

### 1 アメリカ

アメリカでは、議会と裁判所が制定法の改正及び判例法の創造活動において、学説が一般認識として受け入れていた **circular** 問題を改正理由や判決理由として取り入れなかった。しかし、1995 年に行なわれた **PSLRA** 法改正と近年においてアメリカの裁判所が **10b-5** 訴訟において取ってきたアプローチを見ると、アメリカがまさにこのような学界の批判に配慮して<sup>969</sup>、**10b-5** 訴訟の入口を引き締めつつあるのではないかと思われる。効率的資本市場仮説を前提とする **10b-5** 訴訟 (**FOTM**) の存在意義は以前の投資家への損害賠償目的から抑止目的とコーポレート・ガバナンス<sup>970</sup>に転換しているとも考えられる。しかし、不実開示が存在する以上、不実開示により損害を受けた投資家には救済の価値がないということは到底言えないと思われる。民事訴訟ではなく、他の方法により投資家救済と不実開示抑止を同時に達成できる手段があるかどうかについて、アメリカの学界と実務の世界でいろいろと模索がされた。そして、現行制度の下で、アメリカは両目的の達成について、**10b-5** 民事訴訟より **SEC** の行政制裁に着目し、**SEC** が不実開示を摘発したら訴訟を提起し、裁判から取得する民事制裁金で **Fair Fund** を作って投資家に分配する一方、**SEC** の制裁能力には限界があるから、**10b-5** 民事訴訟は **SEC** 民事制裁の補助として位置づけられていると解されている<sup>971</sup>。

### 2 日本

---

<sup>969</sup> アメリカ議会が 1995 年に **PSLRA** 法改正を検討する際に、**FOTM** 訴訟を完全に廃止することも考えていたが、結局小規模の改革案を選択していた。

Bratton & Wachter, *supra* 178, at 80.

<sup>970</sup> Fox, *supra* 57, at 252.

<sup>971</sup> 前掲第 2 部第 6 章参照。

日本では近年において課徴金制度が証券法分野に導入されたばかりであり、制度上はまだ不十分な点がある一方、改正法の実施状況に適応して制度改善も頻繁に行なわれている。課徴金について、日本は同じ公法の範疇に属する課徴金制度と刑事罰が生じる憲法上の二重処罰問題についての議論がいろいろと展開されたが、結局課徴金は不当利得の剥奪として設定・解釈することにより処理された。しかし、課徴金と民事訴訟の関係についての議論が活発ではないように見える<sup>972</sup>。流通市場における不実開示の発行会社責任に関してアメリカでは通説のように受け入れられていた **circular** 問題の主張が日本でも同じように適合するなら、日本の現行制度の下では、発行会社又は残存株主の負担が相当に大きいと言わなければならないと思われる。

平成 17 年の法改正の後に、投資家が金商法に基づいて発行会社から損害賠償を請求することは以前よりかなり容易になっているから、近時においては世間を騒がすような不実開示訴訟が提起されることになった。しかし、これらの事件の事実的背景を見ると、どれも悪質な虚偽記載であり、金融庁や検察が摘発し、かつ虚偽記載の事実を認定した後に、投資家が後追いで提起した事件であることが明らかである。平成 17 年の金商法改正により不実開示民事責任規制が多く使われていたとは言え、世間に浮上していない不実開示事件を摘発するという民事規制の実効性を追求する真の目的は達成できていないのではないかと思われる。

確かに、発行会社が流通市場における不実開示からは間接的・無形的な利益しか得られないとは言え、株価高騰は発行会社に何らかの利益を齎すことができ、役員が自己の利益を考慮して不実開示を行なったとしても、発行会社が経営陣選任とコーポレート・ガバナンス上問題はないということが言えず、何らかの責任を受けることが合理的であるように考えるが、最近の法改正により課徴金額が軽視できないほどの高額に到達することもあることを踏まえて、発行会社が金融庁に課徴金を支払った後に、同一事由によりまた投資家に対して莫大な損害賠償金を支払うことを許す現行制度は、発行会社にとっては過剰規制ではないかと思われる。日本の現行制度の下で、課徴金制度と虚偽記載の民事規制との関係について、まだ調整する余地があるのではないかと思われる。課徴金制度は SEC により採られる **Fair Fund** 制度を参照すべきであると思われ、金融庁は発行会社、役員及び不実開示に加担する者から課徴金の納付を受けたら、それを不実開示から損害を受けた投資家に分配すべく、投資家が課徴金処分後に不実開示民事訴訟を提起する場合、裁判所が発行会社の責任認定あるいは損害賠償金の算定の段階に、課徴金の納付を考慮して判断を下す仕組が妥当であるように考える。

---

<sup>972</sup> 前掲本部第 3 章参照。

## 第2節 本稿の結論と残された課題

発行市場における虚偽記載と流通市場における虚偽記載が生じる利益移転及び虚偽記載から利益を得る者の性質が明らかに違っているにもかかわらず、両方とも同じく発行会社に賠償責任を負わせることは不当であると考えられる。同じく民事規制の実効性の強化に使われた集団訴訟制度でも欠陥があるが、民事訴訟手続上の工夫を加えれば、問題を改善することができると考えられる。不実開示民事規制の実効性を高めるためには、発行会社に重い責任規制を設定することで投資家の提訴インセンティブを強めるのではなく、PSLRAの法改正・実施経験を参照しながら日本の実情に適応する集団訴訟制度の検討が必要となるのではないかと思われる。確かに、不実開示により損害を被った善意の投資家は救済に値しないということは決して言えないと思われるが、流通市場における虚偽記載から生じる損害は発行会社又はその残存株主に負担させることで移転することは公平的とも言えない一方、不実開示により生じるダメージを新たに拡大すると思われる。このような発行会社に厳しい制度設計は、国内企業を証券市場から遠ざける虞があるだけでなく、グローバルな視点から見れば、日本証券市場の国際的競争力を弱めることになるのではないかと懸念される。

筆者は、虚偽記載の民事責任規制を論じる際に、発行市場向けの発行開示と流通市場向けの継続開示を分けて考えるべきであると思う。流通市場における虚偽記載の民事規制は投資家への損害賠償目的から不実開示への抑止目的に重心<sup>973</sup>を移行すべきであり、発行会社の民事責任の法的要件を緩和的に解釈するアプローチを取りながら、発行会社が不実開示から利益を得たとは言えないような場合には投資家に賠償責任を負うべきではないと思われる。一方、役員と監査法人などのゲートキーパーに対する民事規制も実効性を上げるべきであるとする。投資家への損害賠償目的を実現するには、不実開示の民事規制より課徴金処分を活用すべきではないかと思われ、金融庁は審判において不当利得を基礎として算定する課徴金を課した後、投資家に分配すべく、課徴金処分後に投資家が発行会社に対して損害賠償の訴えを提起する際に、裁判所は課徴金の納付を考慮して算定する制度を提言する。

---

<sup>973</sup> 違法行為抑止の観点から役員などの賠償責任を中心にする責任制度の有用性を評価した見解として、岩原・前掲（注5）145頁〔藤田友敬発言〕。発行会社の損害賠償責任規定についても、投資家の損害補填より違法行為抑止の観点に重心を置いて制度設計すべき観点として、加藤・前掲（注26）335頁。

平成 26 年金商法改正において、流通市場における不実開示についての発行会社責任は無過失責任から立証責任の転換された過失責任に見直されたが、序論で述べた通り、法律が法人の過失とは何か、また会社が如何なる措置を取っていれば無過失と認定できるかについて明確な基準を設定しない限り、発行会社が不実開示について内部統制制度の構築などの観点からも何の過失もないということを立証することは不可能ではないかと思われる。流通市場における虚偽記載において、発行会社の過失についての立証責任は原告側に課すべきであると考えられる。過失の具体的な評価基準を考案する際に、アメリカ 34 年取引所法 10 条(b)項及び規則 10b-5 のサイエンタ評価基準には参照する価値があると思われる。

本稿は日米の不実開示民事責任規制状況の異同について考察を加えたが、具体的な法的要件に関する解釈上の問題は比較対象となっていない。10 条 (b)項及び規則 10b-5 に関する判例法理の重大性要件、サイエンタ及び信頼要件という三つの法的要件に関する判例法上の解釈と変遷を整理したとは言え、あくまではアメリカ 10b-5 訴訟が如何なる道のりに沿いながら法的改革を行なったかという問題を解明するために行なった分析である。重大性要件や損害額の算定という具体的な解釈論はこれからの研究課題とすることとしたい。