

神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

"Reliance" and implied private right of action under federal securities laws

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2006-03-29 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 栗山, 修, Kuriyama, Osamu メールアドレス: 所属:
URL	https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/1102

This work is licensed under a Creative Commons
Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0
International License.



米国連邦証券取引規制における黙示の

私的訴権とその問題点

— 「信頼」の立証に関する一考察 —

栗 山 修

- I はじめに
- II 私訴権に関するポイント
- III 「信頼」とその立証
- IV “Fraud-on-the-Market”理論
- V “Fraud-Created-the-Market”理論
- VI おわりに

I はじめに

米国では、主として1934年連邦証券取引所法10条(b)項・規則10b-5（以下、Rule）のもとで詐欺的証券取引が規制されている。1933年連邦証券法（以下、証券法）には、私的訴権を明定する規定(express right of action)もある。具体的には、①登録届出書に不実記載をした者にたいする責任を定める証券法11条、②目論見書に不実記載をした者にたいする責任を定める同法12条、③相場操縦をした者にたいする責任を定める連邦証券取引所法（以下、取引所法）9条(e)項、④取引所法に基づいて提出される書類に不実の記載をした者にたいする責任を定める同法18条(a)項、⑤インサイダー取引の同時取引者にたいする責任を定める同法20A条等である。これにたいし、Rule

はそれを明定していない。しかし判例は早くから、Ruleに基づく私的訴権(implied private right of action)―黙示の私的訴権(以下、私訴権)―を認めている。私訴権は詐欺的証券取引で受けた損害の回復のみならず、同取引にたいする差止等を請求するSECのエンフォースメント訴訟を補完する機能もはたしている。しかし今日ではそれにとどまらず、「私訴権は、投資者保護をその制定目的とする取引所法の規定を遵守させるために必要不可欠な存在(essential tool)である⁽¹⁾」とされている。

私訴権が成立する要件の一つに「信頼(reliance)」がある⁽²⁾。すなわち、証券取引に関する被告の詐欺を信頼した旨の立証が原告に要求される。以下では、私訴権についてのポイントを概観する。その後、信頼の意義および立証内容を緩和した“Fraud-on-the-Market”理論を考察する。さらには、最近になって一部の下級審判決が採用した“Fraud-Created-the-Market”理論についても検討する。

II 私訴権に関するポイント

私訴権が認められるためには、つぎの点に留意する必要がある。

1 私訴権の成立要件が満たされていること

(1) 原告適格

私訴権を主張できる者は、証券を実際に売買した者に限ら

(1) Basic Inc. v. Levinson, 485U.S. 224, 231(1988).

(2) その他の要件については、拙稿「米国連邦私的証券訴訟をめぐる最近の動向(1)」神戸外大論叢53巻4号57頁(平成14年)参照。もっとも、1988年Rowe事件第7巡回区控訴裁判決(850F.2d 1226)はつぎのように述べて、信頼はその成立要件ではないとする。「信頼は、情報の『重要性』と因果関係が結びついた概念にすぎない。――信頼は、もはや規則10b-5に基づく私的訴権の成立要件ではない。」(Id. at 1233)

れる（売主・買主要件）。1975年Blue Chip Stamps事件最高裁判決⁽³⁾は、濫訴傾向に歯止めをかけるべくこのように判示した。なお、当該要件は被告とされた者には要求されない。

(2) 「証券」の意義

取引の対象が証券であること。証券法は2条(a)項(1)号、取引所法は3条(a)項(10)号で「証券」についてそれぞれ規定する。これら規定によれば、ノート(note)・株式(stock)・担保付社債(bond)・無担保社債(debenture)等が証券とされる。さらには、投資契約(investment contract)も証券に該当する。投資契約とされるためには、どのような契約であることが必要か。1946年W. J. Howey事件最高裁判決⁽⁴⁾は、つぎのようにいう。すなわち、「投資契約」とは①資金を共同事業(common enterprise)に出資することで、②当該共同事業の発起人または第三者の努力(efforts)によってのみ生じうる利益の取得を望む契約、を意味する。

(3) サイエンタ

被告にサイエンタのあること。「サイエンタ(scienter)」とは詐欺的、相場操縦的あるいは詐取的行為をなす意思を含む心理状態をいう⁽⁵⁾。被告に「未必の故意ないし認識ある過失(recklessness)」がある場合にも、私訴権は認められるのが問題とされる。下級審判決の多くはこれを認める。しかし最高裁判所は、この問題について未だ判断を示していない。

(3) 421U. S. 723(1975).

(4) 328U. S. 293(1946).

(5) Ernst&Ernst v. Hochfelder, 425U. S. 185, 193n. 12(1976).

(4) 情報の内容が重要であること

証券の価値に影響をおよぼす重要な事実（以下、「重要性」）を開示せずになすインサイダー取引は、詐欺的取引の典型である。そこで、「重要性」とはなにかが問題とされる。これについては、いくつかの解釈基準が示されている⁽⁶⁾。そのなかで、1976年TSC Industries事件最高裁判決⁽⁷⁾が示すつぎの基準が一般に妥当とされている。「不開示の事実が一般投資者にとって重要であるとされる可能性が高ければ(substantial likelihood)、当該事実は重要である⁽⁸⁾。」

(5) 「信頼」のあること(後記Ⅲ・1参照)

(6) 因果関係

因果関係には、取引因果関係(transaction causation)と損害因果関係(loss causation)がある。前者はつぎのようである。すなわち、詐欺的証券取引がなされなければ投資者に損害は生じなかった。このことがいえれば、当該取引と損害の間に因果関係があるとされる。後者はつぎのようである。すなわち、詐欺的証券取引と投資者が受けた損害との間に因果関係があれば、当該取引と損害の間に損害因果関係があるとされる。以上から、両因果関係の立証がなされなければ「因果関係」は認められない。1974年Schlick事件第2巡回区控訴裁判決⁽⁹⁾が、因果関係を上記のように区別して考察すべきで

(6) 拙稿「米国インサイダー取引における『重要性』の解釈基準と合併の予備交渉」国際商事法務17巻4号419頁（平成2年）参照。

(7) 426U.S. 438(1976).

(8) *Id.* at 449.

(9) 507F. 2d 374(1974).

あると判示した。その後、多くの下級審判決がこれに従った⁽¹⁰⁾。最高裁判所も、2005年4月19日のBroudo事件判決でこれを支持した⁽¹¹⁾。

(7) 州際取引

取引所法は、合衆国憲法1条8節3項に基づいて制定されている。したがって、Ruleが適用されるためには不公正な証券取引が州際取引でなければならない。もっとも、同取引にあたるか否かの解釈基準は緩やかなものとされている⁽¹²⁾。

2 出訴期限内であること

私訴権が認められるためには、出訴期限 (statute of limitations) 内に提訴される必要がある。Ruleに基づく私的訴訟の出訴期限については、つぎの二説がある。①「Ruleに違反する事実を知った時から1年で、かつ当該事実が生じた時から3年（以下、actual notice説）」。1991年Lampf事件最高裁判決⁽¹³⁾は、「規定に違反する事実を知った時から1年---」と定める取引所法9条(e)項の出訴期限がRuleのそれにあたるとした。②

「Ruleに違反する事実を知った時または相当の注意をはらえば当該事実を知ることができた時から1年で、かつ当該事実が生じた時から3年（以下、inquiry notice説）」と定める証券法13条の出訴期限が、Ruleのそれにあたるとする。Lampf事件最高裁判決以後も、inquiry notice説を妥当とする第10巡回区控訴裁

(10) 詳細は、拙稿「米国連邦私的証券詐欺訴訟をめぐる最近の動向(1)」神戸外大論叢53巻4号67頁以下（平成14年）参照。

(11) 判決の概要については、拙稿「米国連邦私的証券訴訟における『損害因果関係』とその立証」国際商事法務33巻7号1027頁以下（平成17年）参照。

(12) HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 204 (5th ed. 2005).

(13) 501U. S. 350(1991).

判決等の下級審判決が散見される。

actual notice説は、起算点が明確である点がすぐれている。これにたいしinquiry notice 説は、「相当の注意」をはらわすことで証券詐欺にたいする傍觀者的態度を投資者にとらせない点がすぐれている⁽¹⁴⁾。

3 賠償額の算定

主たる算定方式には、①支出(out-of-pocket)方式、②填補(cover)方式、③原状回復(restitution)方式がある。さらには、懲罰的損害賠償(punitive damages)が認められるとする学説もある。取引所法28条(a)項は「実際の損害額(actual damages)を越える額の回復はできない」とする。このことから、当該賠償は認められないとされるのが一般である⁽¹⁵⁾。

4 その他

(1) 取引所法18条とRule

年次報告書の重要事項に関する虚偽記載が原因で損害を受けた投資者は、私的訴権を明定する取引所法18条に基づいて提訴しうる。このような場合、私訴権も認められるのかが問題とされる。判決例は三つに大別される。①両規定の適用を認める：投資者を保護すべく、両規定は柔軟に解釈されるべきであるとする。②取引所法18条のみが適用される：「明文ある規定は明文なき規定の適用を排除する」との法諺をその根拠とする。③制限つきで両規定の適用を認める：Ruleに基づ

(14) 以上の詳細は、拙稿「米国連邦私的証券詐欺訴訟をめぐる最近の動向(2)」神戸外大論叢53巻7号63頁以下(平成14年)参照。

(15) 以上の詳細は、拙稿「内部者取引と損害賠償額の算定」同志社法学34巻5号77頁以下(昭和58年)参照。

く救済が取引所法18条に基づくそれを有名無実化する(impermissibly nullify)場合を除き、両規定の適用が認められる⁽¹⁶⁾。

(2) 取引所法20A条とRule

1988年に新設された取引所法20A条（以下、20A条）は、インサイダーと同時期に(contemporaneously)取引をした者に私的訴権の主張を認める。そこで、20A条に基づく私的訴権とRuleに基づくそれとの適用関係が問題とされる。判決例は、以下のように大別される。①20A条の専占(preemption)を認める。②20A条とRuleの重畳適用を認める。③20A条とRuleの選択的適用を認める⁽¹⁷⁾。

(3) 間接関与者の責任

Rule違反者のみならず、同違反者の幫助者も民事責任を負うか。従来、下級審判決の多くは幫助者の民事責任を認めてきた。私的幫助責任(aiding and abetting liability)とよばれるこのような責任を、1994年Central Bank事件最高裁判決⁽¹⁸⁾はRuleにこれを認める文言がないとして否定した。もともと、同事件最高裁判決は「私的幫助責任の否定は、違法行為の間接関与者が負う民事責任を否定するものではない」とした。そこで、どのような要件を満たせば間接関与者(secondary actor)も民事責任を負うのか(primary liability)が問題とされる。下級審裁判所が示した解釈基準は、以下のように大別

(16) 以上の詳細は、拙稿「米国連邦証券関係法における投資者の保護」神戸外大論叢 35巻6号96頁以下（昭和60年）参照。

(17) 以上の詳細は、拙稿・前掲注(10)61頁以下参照。

(18) 511U. S. 164(1994).

される。①participation 基準、②bright line 基準、③折衷基準⁽¹⁹⁾。

Ⅲ 「信頼」とその立証

1 「信頼」の意義

私訴権の成立要件の一つに、「信頼」がある。信頼は、コモン・ローにおける詐欺による不法行為が成立する要件の一つでもある。信頼には、二つの意味がある。第一に、被告の詐欺的行為を信頼して原告が損害を受ければ、当該行為と損害の間には因果関係があるとされる。第二に、因果関係が認められることで賠償額の範囲も定まる。換言すればつぎのようである。すなわち、証券法・取引所法は「投資者の保護」をその目的とする。しかしそれは、投資者に損害をあたえた被告に無制限の責任(unlimited liability)を負わすものではない。また、投資者にとっての保険(investor's insurance)を意味するものでもない。なお、信頼により認定される因果関係は取引因果関係を意味すると一般に解されている⁽²⁰⁾。

Y社の有価証券報告書の記載事項に、不実記載があった。Xは当該報告書を実際に読んで、それに基づきY社株を買い付けた。このようなケースが、不実表示を信頼しての株式買付けと受けた損害の間には因果関係があるとされる典型である。すなわち、当該因果関係が認められるためには、Y社の有価証券報告書にお

(19) 以上の詳細は、拙稿「米国における不公正な証券取引と間接関与者の民事責任」神戸外大外国学研究54号101頁以下（平成15年）参照。

(20) 拙稿・前掲 注(10)65頁参照。

ける不実表示をXが実際に信頼したこと(actual reliance)が要求される。1988年Abell事件第5巡回区控訴裁判決⁽²¹⁾もつぎのようにいう。「被告のした重要情報の不開示や不実表示を実際に信頼してそれに基づき証券の売買を決定した旨を原告が立証すれば、信頼があったとされる⁽²²⁾。」

「実際の信頼」があったとしても、原告がこれを立証するのは困難なケースもある。1984年Lipton事件第11巡回区控訴裁判決⁽²³⁾は、つぎのようにいう。「裁判所は、以下の事実を認めている。すなわち、重要事実の不開示や不実表示と損害との間に実際には事実的因果関係があっても、実際の信頼の立証を要求することで原告の請求が認められないケースが少なくない⁽²⁴⁾。」

2 不開示と信頼

(1) 1972年Affiliated Ute事件最高裁判決

実際の信頼があれば、重要事実に関する不開示あるいは不実表示と損害との間に事実的因果関係がある。このようなケースでも、前記Lipton事件第11巡回区控訴裁判決も指摘するように、それが立証されていないとして私訴権が認められない場合もある。このような事態を避けるべく、最高裁判所は1972年Affiliated Ute事件判決⁽²⁵⁾（以下、本事件判決）で一定の事実を立証すれば「信頼」があったとしてその立証内容を緩和した。「主として重要事実の不開示が問題となっている

(21) 858F. 2d1104(1988).

(22) *Id.* at1118.

(23) 734F. 2d740(1984).

(24) *Id.* at742.

(25) 406U. S. 128(1972).

本件のようなケースでは、信頼を積極的に立証すること (positive proof of reliance) は損害を回復するための不可欠な要件ではない。必要なことは、一般投資者が投資判断をなす際に不開示の事実を重要であると考えたであろうという意味で当該事実が重要な内容をもっている旨の立証である。

―― 不開示の事実について開示義務があるにもかかわらずそれを開示しなかった場合には、事実上の因果関係がある⁽²⁶⁾。」当該判示は、以下をその理由とする。①規則10b-5の(1)および(3)と同規則の(2)は、規制の対象を異にする。②後者は、重要事実の不実表示 (misrepresentation) や半真実 (half-truth) について規定する。これにたいし前者は、詐欺的方法をもちいて証券の売買をしてはならないとする。③「重要事実の不開示」は、前者に違反するものである⁽²⁷⁾。

(2) 「信頼」は反証でくつがえるか

上記の事実を示せば「信頼」があったものとみなされるのか (conclusive presumption)、あるいは推定がはたらくにすぎないのか (rebuttable presumption)。この点について、本事件判決は明らかにしていない⁽²⁸⁾。1988年Ednes事件第4巡回

(26) *Id.* at 153.

(27) *Ibid.* 以上から、私訴権成立要件の一つである「重要性」が事実的因果関係の存在を客観的に裏づける機能をはたしているといえよう。これにたいし、「信頼」は当該存在を主観的に裏づける機能をはたしているといえよう (Schmidt, *The Fraud-Created-The-Market-Theory: The Presumption of Reliance in the Primary Issue Context*, 60 U. CIN. L. REV. 495, 498 n. 23 (1991)) 参照。

(28) Note, *The Reliance Requirement in Private Actions Under SEC Rule 10b-5*, 88 HARV. L. REV. 584, 597-600 (1975) は、この問題を詳細に検討する。同論文は、本事件判決は被告が反証をあげれば信頼の推定がくつがえることを容認しているとする。

区控訴裁判決⁽²⁹⁾は、つぎのように判示する。「規則10b-5に基づく私的訴訟を提起した原告にとって、実際の信頼の立証は不可能ではないにしてもかなりの負担となる。このことを考慮すると、当該立証の必要はない⁽³⁰⁾」として、本事件判決が言及した事実を示せば信頼があったものと解釈しうるとする。同事件判決はこのように述べて、前者を妥当とする。しかし、本事件判決以後になされた判決の多くは後者を妥当とする。具体的には、つぎのいずれかの事実を示せば「信頼」の推定はくつがえるとされる。①重要事実が開示されていても原告である投資者の投資判断には影響がなかった、あるいは②SEC等に提出された有価証券報告書等の開示書類に重要事実の不開示があった⁽³¹⁾。

(3) 「重要事実の不開示」の意味

「重要事実の不開示」について、必ずしも実際の信頼を立証する必要はない。本事件判決はこのように判示したと一般に理解されている。「重要事実の不開示」は、正確には上記(1)で示されているように「主として(primarily)」重要事実の不開示を意味する。そこで、重要事実に関する不開示とともに不実表示や半真実が問題とされるケースにおいて、訴えの内容が主として前者であれば「重要事実の不開示」の問題とされるのか。文言を素直に読めば、これは肯定されるとの解釈も可能であろう。ところで、重要事実の不実表示や半

(29) 858 F. 2d 198 (1988).

(30) *Id.* at 207.

(31) Herzog, *Fraud Created the Market: An Unwise and Unwarranted Extension of Section 10(b) and Rule 10b-5*, 63 GEO. WASH. L. REV. 359, 366 (1995).

真実は「信頼」をする対象が示されている。これにたいし、重要事実の不開示はそれが示されていない。してみれば、不開示と不実表示等とはその内容を異にする。第9巡回区控訴裁判所⁽³²⁾をはじめとする多くの下級審裁判所はこの点に着目し、「重要事実の不開示」のみを理由とする主張の場合に限って(pure omission)本事件判決のいう「重要事実の不開示」にあたるとする⁽³³⁾。

3 不実表示と信頼

重要事実の不開示（以下、不開示）については、「信頼」の対象とされる重要事実が示されていない。これにたいし重要事実の不実表示（以下、不実表示）は、不実の重要事実が示されている。このことから本事件判決は、不開示の場合には規則10b-5の(1)あるいは(3)がその適用対象とされる。これにたいし、不実表示の場合には同規則の(2)がその対象とされる。このように、不開示と不実表示は詐欺的手段としてもちいられる点は共通するが、その内容は異なる。そこで、不実表示による詐欺的取引がなされた場合、当該表示を実際に信頼しなければ「信頼」があったとはされないかが問題とされる。この問題について、「信頼」の立証内容を緩和する“Fraud-on-the-Market”理論が1975年Blackie事件第9巡回区控訴裁判決で示された。その後、最高裁判所も1988年Basic事件判決で同理論を妥当とした。

(32)たとえば, Binder v. Gillespie, 184F. 3d 1059(9th Cir. 1999) 参照。

(33)HAZEN, *Supra* note (12), at 339.

IV “Fraud-on-the-Market” 理論

1 “Fraud-on-the-Market” 理論の概要

前記Affiliate Ute事件最高裁判決は、相対取引(face-to-face transaction)における重要情報の不開示が問題とされたケースであった。ところで、重要事実の不開示や不実表示が問題とされるケースの多くは取引所取引(impersonal transaction)によるものである。相対取引の場合には、取引当事者がその対象となる証券に関する情報についてどの程度の重要性をもち証券の価格にどのような影響ををあたえているのかを自らが判断をして(subjective decision)取引をする。これにたいし取引所取引の場合には、「取引所が、投資者の代理人(unpaid agent of the investor)としての役割をはたす。それにより、市場で知りうる証券に関するすべての情報を投資者に伝達することで証券の価格は市場価格(market price)となる⁽³⁴⁾」。このように、相対取引における投資者の価格決定過程(valuation process)の大部分を取引所取引の場合には証券市場がはたしているといえる。してみれば、証券に関するあらゆる情報が織り込まれて価格が決定される市場価格を信頼することは、証券の発行者等がした重要事実の不実表示や不開示を実際に信頼したのと同視できる。そして、重要事実の不実表示等があれば証券市場でつけられた価格は「歪めれた価格(distorted price)」となる。したがって、投資者は当該不実表示等を実際に信頼していなくても、当該価格が証券の価値を真に反映していると信頼して取引したことになる。“Fraud-on-the-Market” 理論とよばれるこのような考え

方は、1975年Blackie事件第9巡回区控訴裁判決(後記2)で初めて言及された。その後、下級審判決の多くがこれを支持し⁽³⁵⁾、最高裁判所も1988年Basic事件判決(後記3)で同理論を妥当とした。

2 1975年事件Blackie事件第9巡回区控訴裁判決⁽³⁶⁾

Ampex社の1970事業年度から1972事業年度の年次報告書に、不実記載があった。同社の証券を買い付けた投資者(原告・被控訴人)が同社、同社の主要役員および独立会計監査人(被告・控訴人)にたいして提起したクラス・アクションが本件である。第9巡回区控訴裁判所は、大略つぎのように判示して控訴人の主張を退けた。

- (1) 非個人的な取引所取引では、証券の買付けおよび不実表示の「重要性」を立証すれば当該表示の信頼を直接に立証しなくても因果関係があったと推定される。
- (2) つぎのいずれかを被告が反証すれば、信頼の推定がくつがえる。①不実表示が「重要性」の要件を満たさない。②不実表示を知っていても、原告が証券を買い付けたであろうこと。
- (3) 取引所取引での証券の買付けは、つぎの理由から信頼が推定される。すなわち、一般に市場価格は正当に決定され、不実表示等によって証券価格が人為的に(artificially)つり上げられることはない。したがって、投資者は買い付けようとする証券の市場価格が適正であると間接的に信頼している

(34) In re LTV Sec. Litig., 88F. R. D. 134, 143 (N. D. Tex. 1980).

(35) 以上の詳細は、拙稿「規則10b-5にもとづく私的訴権と信頼」同志社法学35巻5号162頁以下(昭和59年)参照。

(36) 524F. 2d 891 (9th Cir. 1975).

(indirect reliance)ことになる⁽³⁷⁾。

3 1988年Basic事件最高裁判決⁽³⁸⁾

Combustion社(以下、C社)は、1965年頃からBasic社(以下、B社)の合併を考えていた。しかし、反トラスト法との関係でC社はそれを断念した。その後に反トラスト法の問題が解決したので、1976年頃からC社は再びB社の合併に意欲をもち始めた。当初B社は、C社による合併の申し出を拒否してきた。しかしB社取締役会は、1978年12月19日に同社の普通株式を1株につき46ドルで買い取る旨のC社の申し出を了承した。翌日にB社は、これを発表した。合併交渉を否定したB社の最初の発表である1977年10月21日から証券取引所でB社株の取引が一時停止されるまでの間に株式を売り付けたB社の元株主が、B社やB社取締役および役員(当時)であった者にたいしてRuleに基づくクラス・アクションを提起した。以上が、本件の概要である。

最高裁判所は大略つぎのように判示して、“Fraud-on-the-Market”理論に基づいて一定の事項を立証すれば「信頼」は推定されるとした⁽³⁹⁾。

(1) “Fraud-on-the-Market”理論⁽⁴⁰⁾に基づいて原告が一定の事

(37) 以上の詳細は、拙稿・前掲注(35)156頁以下参照。

(38) 485U. S. 224(1988)。

(39) *Id.* at 241-49.

(40) 同理論の定義について、本事件判決は1986年Peil事件第3巡回区控訴裁判決(806F. 2d 1154)を引用してつぎのように述べる。「“Fraud-on-the-Market”理論は、以下のような仮説に基づく。すなわち、オープンで発達した証券市場における株価は発行会社に関して知りうる重要な情報に基づいて決定される。したがって、株式を買い付けた者が重要情報の不実表示を直接に信頼しなくても、当該不実表示は株式買付け者を詐欺したことになる。——このようなケースにおける被告の詐欺と原告の株式買付けとの因果関係は、当該不実表示を直接に信頼した場合のそれと同様の意味をもつ。」

項を示せば、「信頼」が推定される。

(2) 具体的には、以下の事実を原告が立証すれば「信頼」が推定される。①被告が投資者に不実表示をした。②当該不実表示が重要な内容である。③株式が「効率的な市場⁽⁴¹⁾ (efficient market)」で取引された。④当該不実表示が原因で、投資者が取引対象の株価について誤った判断をした。⑤不実表示がなされた時から真実の表示がなされた間に、株式を買い付けた。

(3) 被告が反証をあげれば、「信頼」の推定はくつがえる⁽⁴²⁾。

4 検討

(1) 伝統的な「信頼」との差異

「信頼」に関する従来の伝統的な考え方は、大要つぎのようである。①被告が重要情報の不実表示等をなす。②原告が、当該不実表示等を信頼する。③上記②に基づいて原告は証券の売買をする。④その結果として損害を受ける。

これにたいし、“Fraud-on-the-Market”理論は大要つぎのようである。①被告が重要情報の不実表示等をなす。②原告以外の投資者が、当該不実表示等を知る。③当該投資者は、上記②に基づいて証券の売買をする。④その結果として証券の市場価格は変動するが、当該価格は「歪められた価格」である。⑤原告は「歪められた価格」を適切な価格と信頼して

(41) 本事件判決は、「効率的な市場」の法律的意味についてその定義を示していない。しかし一般には、後掲注(12)の本文のように定義される。なお、Herzog, *supra* note(31), at 368 n68掲記の諸文献を参照。

(42) 具体的には、以下が反証の例とされる。①原告が投資判断をする以前に不実でない事実が織り込まれ、それに基づいて証券の価格が決定されている。②重要事実の不実表示や不開示を知っていても、原告は証券の売買をしたであろうこと。③重要事実の不実表示や不開示を原告は実際に知っていた、あるいは当該不実表示等が事実であるとは考えていなかった。

証券を売買する。⑥その結果として損害を受ける。

同理論は、換言すればつぎのようである。すなわち、原告以外の投資者が重要情報の不実表示等に基づいて証券を売買した。それにより、証券の市場価格は変動する。しかし当該価格は実体を反映していない「歪められた価格」であり、それは不実の価格である。しかるに、証券の市場価格はその実体を反映したものと信頼して証券の売買をすれば、原告は不実の価格を信頼して証券を売買したと推定される。したがって、反証をあげれば当該推定はくつがえる⁽⁴³⁾。

(2) 同理論とクラス・アクション

Ruleに基づくクラス・アクションが認められるためには、連邦民事訴訟規則23条(a)項が規定するすべての要件および同条(b)項が規定する要件の一つを満たさなければならない。当該アクションは、これまで同項(3)号を根拠として提起されてきた。同号は、「そのクラスに属するメンバーに共通する法律上または事実上の問題があること」を要求する。したがって、従来の伝統的な考え方によれば被告のした重要情報の不実表示等を実際に信頼しなければクラスのメンバーにはなれない。これにたいし、同理論に基づけばそのようなことは要求されない。

以上から、同理論はクラス・アクションを提起する一般投資者にとって大きな意義を有するものといえよう⁽⁴⁴⁾。

(3) 同理論が妥当するための要件

(43) 以上の詳細は、拙稿・前掲注(35)162頁参照。

(44) Herzog, *supra* note(31), at 370.

同理論が妥当するためには、つぎの二要件を満たす必要がある。①発行市場(primary market)ではなく、流通市場(secondary Market)での取引であること。②流通市場が「効率的な市場」であること。効率的な市場とは、たとえば「証券発行会社に関して知りうるすべての情報を完全に反映して、発行されている証券の価格が形成されるような証券市場をいう」と説明される⁽⁴⁵⁾。したがって、流通市場における取引でもそれが「非効率的な市場(inefficient market)」でなされたものであれば同理論は適用されない。

(4) 同理論にたいする批判

SECが、証券発行会社に一定の重要事実を報告させる。それにより投資者は投資判断資料の提供を受け、当該資料に基づいて投資判断をなす。このような取引所法の制定目的を考慮すると、当該資料を閲覧しなくても「信頼」が推定される同理論はその制定目的に反する。また、同理論は私訴権の成立要件に関する制限的解釈に反し、濫訴(vexatious litigation)をまねく原因にもなりうる。

これらの批判にたいしては、つぎのような反論がなされている。すなわち、証券発行会社に関してSECに提出される開示書類の記載事項が詳細かつ膨大で、一般投資者が閲覧してもその内容を理解するのは容易でない。したがって実際には、アナリストの助言等を参考に投資判断をしているのが実状である。また、「信頼」以外の私訴権の成立要件を立証できなけ

(45) Note, *Broker Investment Recommendations and the Efficient Market Hypothesis: A Proposed Cautionary Legend*, 29 STAN. L. REV. 1077, 1089-90 (1977).

れば当該訴権は認められない。してみれば、ただちに濫訴をまねくことにはならない⁽⁴⁶⁾。

V “Fraud-Created-the-Market” 理論

“Fraud-on-the-Market” 理論は、①発行市場における取引、②「非効率的な」流通市場における取引には適用されない。しかるに、このような場合にも「信頼」の推定がはたらくとされるのが“Fraud-Created-the-Market” 理論である。同理論は、1981年Shores事件第5巡回区控訴裁判決で初めて言及された。

1 1981年Shores事件第5巡回区控訴裁判決⁽⁴⁷⁾

アラバマ州にあるフリスコ・シテイは、つぎのことを計画した。それは、移動住宅(mobile home)製造工場を建設して、当該工場をアラバマ・サプライ&エクイプメント社（以下、A社）に賃貸する。そのための資金を調達すべく、フリスコ・シテイは地方債(municipal revenue bond)を発行した。その際、当該地方債（以下、地方債）発行時のアンダーライターでかつ地方債購入の勧誘をしたSklar(被告・被控訴人)は、A社の財政状態等について多数の不実表示をした。当該地方債発行後、A社は当該工場の建設を請負った業者からかなりの額の手数料(substantial kickback)を受け取った。その直後にA社は、当該工場の賃貸借契約を解除した。その結果、当該地方債の価値は大きく下落した。

本件は、地方債を購入したBishop等（原告・控訴人）が提起

(46) 以上の詳細は、拙稿・前掲注(35)163頁以下参照。

(47) 647F. 2d 462(5th Cir. 1981).

したクラス・アクションである。第一審のアラバマ州北部地区地方裁判所は、大略つぎのように判示して原告の請求を棄却した。すなわち、原告は不実記載のなされた書面 (offering circular) をみていなかった。してみれば、私訴権の成立要件である「信頼」の立証がなされておらず当該訴権は認められない⁽⁴⁸⁾。

これにたいし第5巡回区控訴裁判所は、以下を立証すれば「信頼」は推定されるとした⁽⁴⁹⁾。①証券の購入者を故意に詐欺する目的で、被告が共謀して発行あるいは流通する価値のない証券を市場で発行等した。②原告は、市場をつぎのような存在として過失なく信頼した。すなわち、発行等がなされた証券の価値を正しく反映している証券市場が存在している。③被告の計画した詐欺の結果として、原告は損害を受けた⁽⁵⁰⁾。

2 「発行あるいは流通する価値のない証券」の意味

前記Shores事件控訴裁判決のいう「発行あるいは流通する価値のない証券 (securities not entitled to be marketed or “unmarketable” securities)」とはなにを意味するのか。この問題については、大別して二つの考え方がある。

(1) economic unmarketability説

発行等される証券が明らかに価値がなければ (patently worthless)、「発行あるいは流通する価値のない証券」にあた

(48) *Id.* at 463-68.

(49) *Id.* at 496-70.

(50) 第一審判決は、本件で問題とされた地方債は発行市場での取引とした。これにたいし本事件判決は、上記について訴訟記録 (record) からは必ずしも明らかでないとした (*Id.* at 467)。

る。換言すれば、証券発行者(issuer)の企業価値が全くない場合がその例である。1989年Ross事件第11巡回区控訴裁判決⁽⁵¹⁾等が同説を妥当とする。

(2) legal unmarketability説

法律に違反して証券の発行等がなされれば、当該証券は「発行あるいは流通する価値のない証券」にあたる。証券に価値があっても違法に発行等がされればこれにあたる点が、economic unmarketability説と異なる。1983年T. J. Raney&Sons事件第10巡回区控訴裁判決⁽⁵²⁾等が、同説を妥当とする⁽⁵³⁾。

3 “Fraud-on-the-Market” 理論との異同

(1) 共通点

一定の事実を原告が立証すれば、重要事実の不実表示等を実際に信頼(actual reliance)しなくても「信頼」の推定がはたらく。この点で、“Fraud-on-the-Market” 理論(以下、Fo理論)と“Fraud-Created-the-Market” 理論(以下、FC理論)は共通する。

(2) 相違点

立証すべき「一定の事実」の内容が異なる。すなわち、Fo理論では「証券の市場価格が当該証券の価値を正しく反映している(integrity of the market price)」と信じたことの立証が要求される。そのためには、市場が「効率的な流通市

(51) 885F. 2d 723(11th Cir. 1989).

(52) 717F. 2d 1330(10th Cir. 1983).

(53) 1977年Arthur Young&Co. 事件第9巡回区控訴裁判決が示した“reliance on the regulatory body”説も、基本的には同説と同様の視点に立つものとされる(Dennin, *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, 2637 (2001)).

場」でなければならない。これにたいしFCでは、「市場それ自体が正しく機能している(integrity of the market itself)」と信じたことの立証が要求される⁽⁵⁴⁾。換言すれば、市場が正しく機能していれば価値のない証券(worthless securities)が市場で発行されたり流通することはないとされる。「発行市場」あるいは「非効率的な流通市場」での取引に、Fo理論は適用されない。これにたいし、FC理論は上記の場合にも適用されうる。

4 同理論にたいする批判

前記Shores事件第5巡回区控訴裁判決におけるRandall判事の以下の反対意見が、同理論にたいする問題点を鋭く指摘している。「連邦証券関係諸法は、つぎのことを目的としている。それは、他人に開示義務を負わせることで情報を開示させ、当該情報を信頼することで投資者が自らの判断で証券取引をする。開示された情報を信頼せずに証券取引をした者たいして金銭による救済がなされることで、当該目的が助長されてはならない。被告の開示した情報を原告が知らずに、換言すれば信頼がなかった場合でもケースによっては救済されることがあれば、開示された情報に注意をはらう者はいなくなるであろう。してみれば、取引所法制定の趣旨を無意味なものとしてしまう恐れがある⁽⁵⁵⁾。」

(54) MacKerron, *The Price Integrity Cause of Action Under Rule 10b-5: Limiting and Expanding the Use of the Fraud on the Market Theory*, 69 *OR. L. REV.* 177, 208 (1990).

(55) Shores, *supra* note (47), at 483.

VI おわりに

米国において、詐欺的証券取引規制の中心的規定はRuleである。Ruleは、違反者にたいする私的訴権を明定していない。しかし判例は早くから、Ruleに基づく黙示の私的訴権が解釈上認められるとしている。当該訴権の成立要件の一つに「信頼」がある。「信頼」とは、重要情報の不実表示等を実際に信頼すること(actual reliance)をいう。ところで、1972年Affiliate Ute 事件最高裁判決は「不開示の事実が、投資判断をする際に重要な内容であると一般投資者が考えた。このことを原告が立証すれば、証券取引と情報の不開示との間には事実的因果関係がある」とした。すなわち、重要情報の不開示は規則10b-5の(1)あるいは(3)が問題とされるケースであるとしてその立証内容を緩和した。重要情報が不実表示である場合には、規則10b-5の(2)の問題とされることから、原告は実際の信頼を立証しなければならない。

Affiliated Ute事件最高裁判決で問題とされたのは相対取引であるが、実際に問題となるケースの多くは取引所取引による。同取引の場合に不実表示の実際の信頼がなければ私的訴権が認められなければ、投資者保護の見地からは問題とされよう。そこで、「市場価格が証券の価値を正しく反映している(integrity of the market price)」と信じたことを原告が立証すれば、「信頼」が推定されるとする解釈基準が示された。1975年Blackie事件第9巡回区控訴裁判決等が採用した“Fraud-on-the-Market”理論とよばれるこのような解釈基準は、1988年Basic事件最高裁判決によっても支持された。

同理論は、「効率的な流通市場」での取引にのみ適用される。換言すれば、①「発行市場」、②「非効率的な流通市場」での取引には適

用されない。そこで、これらの取引でも以下の二点を原告が立証すれば、「信頼」は推定されるとする解釈基準が示された。すなわち、①被告の詐欺がなければ、無価値の証券が発行されあるいは流通することはなかった、②「市場それ自体が正しく機能している (integrity of the market itself)」と原告が過失なく信じた。1981年Shores事件第5巡回区控訴裁判決⁽⁵⁶⁾等が採用したこのような解釈基準は、“Fraud-Created-the-Market”理論とよばれる。同理論によれば、「信頼」の立証内容が緩和されることで損害を受けた投資者の救済が容易になる。このような理由から、同理論を支持するコメントもある⁽⁵⁷⁾。その一方、同理論は“Fraud-on-the-Market”理論と同様、「信頼」の立証内容の緩和は連邦証券関係諸法の制定目的に反するとしてこれを批判するコメントもある⁽⁵⁸⁾。これら理論に関する、今後の評価に注目したい。

(56) もっとも、同事件判決は問題とされた地方債の取引が発行市場あるいは流通市場のいずれでなされたかについては特に問題としていない（前記V・注(50)参照）。同事件判決が問題としたのは、証券の価値を反映して価格が決定されている市場で当該証券が取引されたか否かである。

(57) Schmidt, 60U. CIN. L. REV. 495(1991); Dennin, 69FORDHAM L. REV. 2611(2001)等を参照。

(58) Herzog, 63GEO. WASH. L. REV. 359(1995)等を参照。