

神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

Recent developments of U.S. securities regulation

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2013-03-01 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/1506

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



米国連邦証券詐欺規制の新展開 —最近の合衆国最高裁判決とその検討—

栗山 修

- I はじめに
- II 2010年 Merck & Co.事件最高裁判決
 - 1 事実の概要と判旨
 - 2 検討
 - (1) 本事件判決の意義
 - (2) 出訴期限
 - (3) “actual notice” 説・“inquiry notice” 説
- III 2011年 Matrixx Initiatives, Inc.事件最高裁判決
 - 1 事実の概要と判旨
 - 2 検討
 - (1) 本事件判決の意義
 - (2) 「重要情報」
 - (3) 「サイエンタ」
- IV 2011年 Halliburton 事件最高裁判決
 - 1 事実の概要と判旨
 - 2 検討
 - (1) 本事件判決の意義
 - (2) クラス・アクション
 - (3) 「信頼」
 - (4) 証券市場における詐欺理論
- V 2011年 Janus Capital Group, Inc.事件最高裁判決
 - 1 事実の概要と判旨
 - 2 検討
 - (1) 本事件判決の意義
 - (2) 間接関与者の民事責任
- VI 2012年 Simmonds 事件最高裁判決
 - 1 事実の概要と判旨
 - 2 検討
 - (1) 本事件判決の意義

- (2) 「短期売買差益」の返還
- (3) 2年の「起算点」

I はじめに

米国における証券取引の規制は、州の証券関係法（ブルー・スカイ・ロー⁽¹⁾）ではなく連邦証券関係諸法（federal securities laws）に拠って主としてなされている。なかでも、証券の発行市場（primary market）を主として規制する1933年連邦証券法（以下、証券法）、証券の流通市場（secondary market）を主として規制する1934年連邦証券取引所法（以下、取引所法）がその中心的な法律である⁽²⁾。

証券取引規制の主たる目的は「投資者保護（protection of investors）」である。これを実現するためには、企業に財政状態や経営成績等の強制開示（disclosure）をさせるあるいは不公正な証券取引の規制が必要不可欠である。前者の具体例として証券法が発行市場における開示書類である有価証券届出書（registration statement）等の提出を、取引所法が流通市場におけるそれである有価証券報告書（annual report）等の提出をそれぞれ義務づけている。後者については、連邦証券関係諸法の詐欺禁止規定（anti-fraud provision）に拠っている。なかでも、取引所法10条(b)項および米国連邦証券取引委員会（SEC）が1942年に同項に基づいて制定した規則10b-5（以下、両規定を総称してRule⁽³⁾）がその中心的規定⁽⁴⁾であるのは周知のとおりである。レーンクイスト首席裁判官（当時）は、1975年Blue Chip Stamps事件合衆国最高裁判決のなかで規則10b-5をつぎのように評している。「制定当時は目立たなかつが（legislative acorn）、その後における判例法の発展で重要となった規定（judicial oak）⁽⁵⁾。」

詐欺禁止規定に違反する行為を「証券詐欺（securities fraud）」という⁽⁶⁾。規則10b-5を例に考えると、同規則の(b)項前半は証券の価格に影響をあたえる重

(1) 名称の由来は、1911年に制定された最初の州の証券立法であるとされるカンザス州のそれが「青空にある宅地［のように実在しない物］までも販売しかねないような発起人（promoter）を規制すべく制定された」ことに由来する。しかし、Macey & Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 TEXAS L.REV. 347, 359 n.59 (1970) はこれを疑問視する。

(2) 取引所法3条(a)項(47)号は、連邦証券関係諸法とされるその他の法律を具体的に規定する。

(3) 判例は同項と同規則をとくに区別して考えてはおらず（interchangeable）、両者を一体の規定として証券詐欺のケースに適用している。なお、それぞれの規定については、拙稿「米国連邦証券詐欺規制とクラスアクション」神戸大論叢61巻5号2頁脚注(3)・脚注(4)（平成22年）参照。

(4) Rule 以外にも「証券の売付け」における詐欺を規制する証券法17条(a)項、「公開買付け」における詐欺を規制する取引所法14条(e)項・規則14e-3が主要な詐欺禁止規定とされている。

(5) 421 U.S. 723, 737.

(6) 詳細は、拙稿・前掲注(3)3頁参照。

要情報 (materiality) の「不実表示 (misrepresentation)」、(b) 項後半は重要情報の「半真実 (omission)」を用いてなす証券取引をそれぞれ禁止する。同規則の(a)項および(c)項は、重要情報の「不開示 (non-disclosure)」を用いてなす証券取引にも適用されうる⁽⁷⁾。Rule 違反者には、取引所法の制定目的を実現させるための法的措置がとられる (以下、エンフォースメント)。エンフォースメントには国家あるいは SEC よるそれもあるが、米国では私人によるエンフォースメントも重要な役割をはたしている。⁽⁸⁾ そして、Rule に基づく黙示の私的訴権 (implied private right of action. 以下、私訴権) が判例により早くから認められており (well-established rule)⁽⁹⁾、その内容の発展も著しい。

本稿では主として私訴権に関する以下の最高裁判決を紹介し、それぞれの判決に関連する問題点を検討する。①私訴権の「出訴期限 (statute of limitations)」について判示した2010年 Merck & Co. 事件最高裁判決 (後記Ⅱ)。②「重要情報」の解釈基準について判示した2011年 Matrixx Initiatives, Inc. 事件最高裁判決 (後記Ⅲ)。③証券詐欺クラス・アクションにおけるクラスに属すると認定されるためには (class certification)、「損害因果関係 (loss causation)」の証明は不要であると判示した2011年 Halliburton 事件最高裁判決 (後記Ⅳ)。④目論見書を実際に作成した作成権限を有する者 (maker) にのみ Rule は適用される (primary liability のみが認められる) と判示した2011年 Janus Capital Group, Inc. 事件最高裁判決 (後記Ⅴ)。⑤会社内部者に「短期売買差益」の会社への返還義務を規定する取引所法16条(b)項が規定する出訴期限の「起算点」について判示した2012年 Simmonds 事件最高裁判決 (後記Ⅵ)⁽¹⁰⁾。

(7) 重要情報の不開示による証券取引が「インサイダー取引」である。判例は同取引が規則10b-5に違反するとするが、その際とくに(a)項あるいは(c)項 (以下、(a)項等) に違反すると明示的に言及してはいない。また、規則10b-5は取引所法10条(b)項に基づいて制定されたことから、(a)項等と(b)項を異なる基準で解釈されてはこなかった (Daniel & McLaughlin, *Liability Under Rule 10b-5(a) & (c)*, 31 DEL. J. CORP. L. 631, 658(2006))。下級審判決には(a)項等を根拠に、実際には直接に不実表示等をしていない間接関与者 (secondary actor) にも民事責任を認める (primary liability)。しかし、2008年 Stoneridge 事件最高裁判決 (522 U.S. 148) はこれを否定した。以上のポイントは、拙稿「米国 SEC 規則10b-5と『スキーム』責任」国際商事法務35巻12号1765頁以下 (平成19年) 参照。上記最高裁判決の概要は、拙稿「“Scheme” Liability を否定した2008年 Stoneridge 事件合衆国最高裁判決」国際商事法務36巻3号433頁以下 (平成20年) 参照。

(8) 詳細は、拙稿「米国における連邦証券詐欺規制とエンフォースメント」外国学研究 (神戸外大) 75号1頁以下 (平成22年) 参照。

(9) もっとも、私訴権が認められる根拠は必ずしも明らかではない。詳細は、拙稿「米国 SEC 規則10b-5に基づく黙示の私的訴権が認められる根拠の検討」国際商事法務38巻11号1624頁以下 (平成22年) 参照。私訴権の成立要件については、拙稿「米国連邦証券詐欺禁止規定と黙示の私的訴権」国際商事法務35巻1号142頁以下 (平成19年) 参照。

II 2010年 Merck & Co. 事件最高裁判決

1 事実の概要と判旨

(事実の概要)

米国連邦食品医薬品局 (FDA) は、1999年5月に Vioxx (以下、V) の販売を許可した。V は、Merck 製薬会社 (以下、M 社) が開発した非ステロイドで非炎症性の薬品であった。販売の許可がおりる以前から、M 社のなかには V が心筋梗塞を誘発する可能性を懸念していた者もいた。そこで、M 社はその可能性について調査をした。その結果、V は他の非ステロイド系抗炎症剤よりも心筋梗塞を誘発する蓋然性の高いことが判明した。M 社は、2000年3月27日にその結果を新聞発表した。FDA は、2001年2月8日に上記の結果を V のラベルに表示をすべきかについて M 社に聞き取り調査をした。同年5月には、M 社にたいする PL 訴訟が提起された。また、同年8月22日発行の *Journal of the American Medical Association* は、V による心筋梗塞誘発の蓋然性は高い旨の記事を掲載した。FDA は同年9月21日、V の安全性の内容については不実である旨をウェブサイトで警告した。同年10月9日発行の *New York Times* も、V の利用者は心筋梗塞になる率が高いと報じた。このような状況のなかで、2003年11月6日に M 社にたいする最初のクラス・アクションが大略以下の理由で提起された。すなわち、M 社は V の販売許可がおりた以降、V の安全性の内容について不実表示をしてきた。それが原因で、M 社の株価は実際よりも高値がついていた。

第一審のニュージャージー州合衆国地裁判決⁽¹¹⁾ は、大要以下のように判示して原告の請求を退けた。すなわち、遅くとも2001年10月6日までに原告は V の安全性に関する不実表示を知ることができた。従って、2年の出訴期限を過ぎている (time-barred)。原審の第3巡回区合衆国控訴裁判決⁽¹²⁾ は、M 社の当該不実表示に関する「サイエンタ (scienter)」が証明されていないとして第一審判決を破棄差戻した。

2010年4月27日になされた最高裁判決⁽¹³⁾ は、大略以下のように判示した。

(判旨)

(10) これら最高裁判決の内容等については、Even & Behrens & Huff & Gold, *2011 Securities Litigation Highlights*, 44 SEC. REG. & L. REP. 614 (2012); Subcommittee on Annual Review on Federal Regulation of Securities, ABA Section of Business Law, *Caselaw Developments 2011*, 67 BUS. LAW. 803 (2012)で簡潔な解説がなされている。本稿は、これら論稿の解説も参考にした。

(11) 483 F. Supp. 2d 407 (2007).

(12) 543 F. 3d 150.

(13) 130 S.Ct.1784. ブライア裁判官が法廷意見を執筆した。

- (1) 詐欺的証券取引をした者にたいする出訴期限の意義は、①原告が証券詐欺の事実を知った時、または②一般通常人 (reasonably diligent person) であれば当該事実を知ることができたであろう時から2年である。
- (2) 証券詐欺の事実には、被告の「サイエント」も含まれる。
- (3) 2001年5月に提起されたPL訴訟および同年9月21日になされたFDAによるウェブサイトでの警告は、上記(1)・②にはあたらない⁽¹⁴⁾。

2 検討

(1) 本事件判決の意義

本事件判決は、サーベンス・オクスリー法804条(a)項の規定する「規定に違反する事実を知った時から2年」の起算点を「一般通常人であれば当該事実を知ることができたであろう時」とした点に意義がある。すなわち、本事件判決はいわゆる“actual notice”説ではなく、いわゆる“inquiry notice”説を妥当とした。

(2) 出訴期限

訴権を有効に主張しうる期限を出訴期限という。出訴期限には、以下の機能があるとされる。①被告にたいする公正さの保証、②請求権失効・自己に有利な主張の阻止、③事業計画の促進。出訴期限の起算点の決定には、エクイティ上の原則 (equitable principle) が適用されうる。当該原則には、“equitable tolling”あるいは“equitable estoppel”がある。また、「出訴期限 (statute of limitations)」は“statute of repose”を意味することもある。しかし、“statute of repose”は絶対的な期限を意味するのが通常であり、エクイティ上の原則は適用されないと一般に解されている⁽¹⁵⁾。

(3) “actual notice”説・“inquiry notice”説

Ruleに基づく私的訴訟の出訴期限の起算点はいつの時点かが問題とされる。従来、以下の解釈が示されていた。①「Ruleに違反する事実を実際に知った時」が起算点とされる。“actual notice”説とよばれる。同説は、起算点が明確である点がすぐれているといえよう。②Ruleに違反する事実を実際に知らなくても「相当の注意 (due diligence)」をすれば当該事実を知ることができれば、その時が起算点とされる。“inquiry notice”説とよばれる。投資者に「相当の注意」を要求する同説は、証券詐欺にたいして投資者に傍観者の態度をとらせない点がすぐれているといえよう。1991年Lampf事件最高裁判決は“actual

(14) 以上は、拙稿「出訴期限と2010年Merck & Co. 事件合衆国最高裁判決」国際商事法務40巻2号330頁(平成24年)に拠る。

(15) なお、拙稿・前掲注(14)331頁脚注5も参照。

notice”説を妥当とした⁽¹⁶⁾。これにたいし、本事件判決は“inquiry notice”説を妥当して“actual notice”説を明確に否定した⁽¹⁷⁾⁽¹⁸⁾。

Ⅲ 2011年 Matrixx Initiatives, Inc. 事件最高裁判決

1 事実の概要と判旨

(事実の概要)

Matrixx 社（以下、M 社）は、“Zicam”（以下、Z）という市販の風邪薬を製造・販売していた。Z は M 社収益の約70パーセントを占めていた。2003年9月、コロラド大学の2名の医師が Z には無臭覚症（anosmia）を発症させるとの警告（以下、警告）を発した。警告を知っていたにもかかわらず、M 社はそれを公表しなかった。本件は、上記事実を知らずに M 社株を買い付けた株主が M 社および3名の M 社役員（以下、M 社等）にたいして提起したクラス・アクションである。本件の争点は、①警告は「重要情報」に該当するか、②M 社等に「サイエンタ」はあったとされるか、であった。原審の第9巡回区控訴裁判決⁽¹⁹⁾は、M 社等の主張を認めた第一審判決を取り消した。

2011年3月22日になされた最高裁判決⁽²⁰⁾は、大略以下のように判示して原審の判断を支持した。

(判旨)

- (1) 「重要情報」にあたるとの解釈基準は、1988年 Basic 事件判決⁽²¹⁾で当裁判所が示したそれに変更はない。
- (2) M 社等には、「サイエンタ」があったと推認される。

2 検討

(1) 本事件判決の意義

「重要情報」に該当する解釈基準は、1988年 Basic 事件最高裁判決が示したそれが妥当であるとした。本事件判決は、上記最高裁判決の「重要情報」についての解釈基準を踏襲した。

(16) 501 U.S. 35.

(17) もっとも、1991年 Lampf 事件最高裁判決は“actual notice”説に拠って出訴期限の徒過を認めたものではない。

(18) 本文(2)および(3)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)」神戸大論叢53巻7号63頁以下(平成14年)参照。

(19) 585 F. 3d 1167.

(20) 131 S.Ct.1309. ソトマイヨール裁判官が法廷意見を執筆した。

(21) 485 U.S. 224. 同事件判決の概要は、拙著・証券取引規制の研究(成文堂 平成10年)99頁以下参照。

(2) 「重要情報」

「重要情報」の解釈基準については従来、“probability/magnitude”基準等の解釈基準があった⁽²²⁾。また、本事件でM社等は統計上の数字（statistical significance）が示されなければ「重要事実」にはあたらない（bright-line rule）と主張した。本事件判決は、1988年 Basic 事件最高裁判決が示した“reasonable investor”基準を妥当としてM社等の主張を退けた。なお、“reasonable investor”基準は「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蓋然性が高ければ（substantial likelihood）、当該事実は『重要情報』にあたる」とする。

(3) 「サイエント」

「サイエント」とはなにか。1976年 Hochfelder 事件最高裁判決はこれを「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」とする⁽²³⁾。下級審裁判所は「未必の故意ないし認識ある過失（recklessness⁽²⁴⁾）」もサイエントにあたるとの解釈を示している。これにたいし、同事件最高裁判決は「法分野によっては、『未必の故意ないし認識ある過失（recklessness）』は意図的な行為（intentional conduct）の一種とされているが、未必の故意ないし認識ある過失が『サイエント』に含まれるかについては判断を差し控える」とした⁽²⁵⁾。本事件判決も「原審は、M社等が未必の故意ないし認識ある過失（deliberate recklessness）があると推認した。しかし、この点についてM社等は争っていない⁽²⁶⁾」として上記と同様に本事件判決も「未必の故意ないし認識ある過失」が「サイエント」に含まれるかについて正面からの判断をしなかった。

IV 2011年 Halliburton 事件最高裁判決

1 事実の概要と判旨

（事実の概要）

本事件は Erica P. John Fund, Inc.（以下、E）がクラスを代表して（lead plaintiff）、Halliburton Co.（以下、H社）および同社の1名の役員にたいして提起したクラス・アクションである。同アクションは、連邦民事訴訟規則23条（b）項3号に基づいて根拠に提起された。1999年6月3日から2001年12月7日

⁽²²⁾ 詳細は、拙著・前掲注⁽²¹⁾ 97頁以下参照。

⁽²³⁾ 425 U.S. 185, 193 n.12.

⁽²⁴⁾ 巡回区控訴裁判決はこれを、“deliberate recklessness”・“conscious recklessness”・“severe recklessness”・“extreme recklessness”・“conscious disregard”と表現することもある。詳細は、Kaufman & Wunderlich, *Messy Mental Markers: Inferring Scienter from Core Operations in Securities Fraud Litigation*, 73 OHIO ST. L. J. 507, 514-15(2012)参照。

⁽²⁵⁾ Hochfelder, *supra* note(23), at 193 n.21.

⁽²⁶⁾ Matrixx, *supra* note(20), at1323.

の間に H 社の普通株を買い付けた投資者を代表する E は、つぎのように主張した。すなわち、H 社は自社の株価を上げる目的で種々の不実表示をした。それにより、適正な株価と信じて H 社株を買い付けた投資者は損害を受けた。そこで、投資者が同アクションにおけるクラスのメンバーとされるためには (class certification) 「損害因果関係 (loss causation)」の証明が必要か。これが、本件の争点である。原審の第 5 巡回区控訴裁判決⁽²⁷⁾ は、これを必要とするとして第一審判決を支持した。

2011年 6 月 6 日になされた最高裁判決⁽²⁸⁾ は、大略以下のように判示して原審の判断を退けた。

(判旨)

- (1) 「損害因果関係」と「信頼 (reliance)」は私訴権の成立要件ではあるが、それは別個のものである。
- (2) E が以下を証明すれば、クラスに属するメンバーに該当するとの「信頼」が推定される。①H 社は不実表示をした、②H 社株は効率的市場 (efficient market) で買い付けられた、③不実表示がなされてからそれが一般に知られる間に H 社株を買い付けた。

2 検討

(1) 本事件判決の意義

本事件判決の意義は、以下の二点にある。①不実表示による証券詐欺を理由に提起されたクラス・アクションにおいて、クラスのメンバーとされるためには「損害因果関係」を証明する必要はない。②クラスの代表者が上記判旨(2)を証明すれば、クラスに属するメンバーに該当するとの「信頼」が推定される。

(2) クラス・アクション

クラス・アクションとは、同様の立場にある人のグループを代表して提起される訴訟をいう。同アクションは、イギリスのエクイティ裁判所の判例法にその起源をもつとされる。米国におけるクラス・アクションは連邦民事訴訟規則 (Federal Rules of Civil Procedure) 23条で規定され、証券詐欺クラス・アクション (以下、アクション) は同条 (b) 項 (3) 号を根拠に提起される。

アクションは、SEC の提起するエンフォースメント訴訟を補完する重要な役割をはたしている (supplement to the SEC enforcement action)。1970年代の後半以降に請求の根拠が薄弱な (frivolous) クラス・アクションが急増した。このような状況を是正すべく、合衆国議会は1995年連邦私的証券訴訟改革法 (PSLRA) さらには1998年連邦証券訴訟統一基準法 (SLUSA) を制定した⁽²⁹⁾。

⁽²⁷⁾ 597 F.3d 330.

⁽²⁸⁾ 131 S.Ct.2179. ロバーツ裁判官が法廷意見を執筆した。

(3) 「信頼」

「信頼 (reliance)」は、私訴権成立の要件である。私訴権が認められるためには、損害を受けた投資者が不実表示を信頼したことの証明が必要とされる。「因果関係 (causation)」も私訴権成立の要件である。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、不実表示と証券取引の因果関係をいう。いわゆる「事実的因果関係 (causation in fact)」にあたるものといえよう。一般に「信頼」は、「取引因果関係」を意味すると解されている。従って、本事件判決の「信頼」の証明は「取引因果関係」の証明と言い換えることもできよう。これにたいし後者は、不実表示と損害の因果関係をいう。いわゆる「法的因果関係 (proximate cause or legal cause) にあたるものといえよう⁽²⁹⁾。

(4) 証券市場における詐欺理論

本事件判決の判旨(2)は、「証券市場における詐欺理論 (fraud-on-the-market theory)」について言及したものである。同理論は、以下のように説明される。すなわち、原告以外の投資者が不実表示を信頼して証券を売買した。それにより、証券の市場価格は変動する。しかし、当該価格はその実体を反映していない「歪められた価格 (distorted price)」であり、不実の価格である。以上から、投資者が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ものと推定される。しかし、被告が不実表示と原告の証券売買に因果関係がないとする反証が認められれば推定はくつがえる。

同理論が妥当するためには、以下の要件を満たす必要がある。①「流通市場 (secondary market)」での取引であること。②流通市場が「効率的市場 (efficient market)」であること。換言すれば、③「発行市場 (primary market)」や④非「効率的市場」での取引には適用されない。しかし、上記③や上記④での証券取引において「価値のない証券 (worthless securities)」を買い付けた投資者は市場が効率的であると信頼した」との解釈が認められれば、不実表示と証券の買付けの間に事実的因果関係があると推定されよう。“Fraud-Created-the-Market”理論は、このような推定を認める⁽³⁰⁾。

(29) 以上のポイントは、拙稿「米国連邦証券詐欺クラス・アクション」国際商事法務40巻6号992頁以下(平成24年)参照。

(30) 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(1)」神戸外大論叢53巻4号64頁以下(平成14年)参照。

V 2011年 Janus Capital Group, Inc.事件最高裁判決

1 事実の概要と判旨

(事実の概要)

本事件は、First Derivative Traders（以下、F）が2003年9月3日時点でのJanus Capital Group社（以下、JCG）の株主を代表してJCGおよびJCGの完全子会社であるJanus Capital Management社（以下、JCM）に提起したクラス・アクションである。以下をその提訴理由とする。すなわち、JCGがすべての持分を保有するJanus Investment Fund（以下、JIF）が2002年2月に交付した目論見書（prospectus）に不実記載があった。当該不実記載は、JIFを運営し投資顧問業でもあったJCMにより作成された。当該不実表示はJCGの株価に影響をあたえており、当該不実表示にはJCGおよびJCMの関与があった。

原審の第4巡回区控訴裁判決⁽³²⁾はFの主張を認め、第一審判決を取り消した。2011年6月13日になされた最高裁判決⁽³³⁾は、大略以下のように判示してJCGおよびJCMの責任を否定した原審の判断を支持した。

(判旨)

- (1) JCMとJIFは、法的には別人格である（legally independent）。
- (2) JIFの目論見書は、JIF自らが作成し交付しなければならない。従って、当該目論見書の作成権限（authority）はJIFにある。
- (3) JIFの目論見書の作成権限を有する者（maker）はJIFであり、JIFの持分を完全所有する者（creator）であるJCGではない。

2 検討

(1) 本事件判決の意義

発行者（issuer）が証券を発行する際に交付する目論見書の作成者（maker）は、その作成権限（authority）を有する者に限られる。従って、目論見書における不実記載を理由に民事責任を負う者は作成権限を有する者に限られる。

(2) 間接関与者の民事責任

本事件判決は、間接関与者の民事責任を否定した。すなわち、目論見書の不実記載について民事責任（primary liability）を負うのは作成権限を有する者に限られる（primary actor）。すなわち、何らかのかたちで当該記載に関与あるいは関係のある間接関与者（secondary actor）に同責任の追及はできないとし

(31) 同理論については、拙稿「米国連邦証券取引規制における“Fraud-on-the-Market”理論・“Fraud-Created-the-Market”理論とその概要」国際商事法務34巻1号142頁以下（平成18年）参照。

(32) 566.3d 111.

(33) 131 S. Ct.2296. トマス裁判官が法廷意見を執筆した。ブライア裁判官を含む4名の裁判官が反対意見を述べている。

た。本事件判決は間接関与者の責任（secondary liability）を否定した。

間接関与者の民事責任には、①私的幫助責任、②私的共謀責任、③エイジェンシー責任、④支配をおこなう者の責任がある。Rule の文言等を根拠に、1994年 Central Bank 事件最高裁判決⁽³⁴⁾ は上記①の責任を否定した。同様の根拠で、2008年 Stoneridge 事件最高裁判決も “scheme liability”⁽³⁵⁾ を否定した。もっとも、1994年 Central Bank 事件最高裁判決は「証券市場における間接関与者は、Rule に基づく民事責任を負わないことを意味しない。たとえば、弁護士・会計士・銀行等が証券詐欺に関与したとする。これらの者が私訴権の成立要件を満たせば、民事責任を負わなければならない」とした。そして、同事件最高裁判決以後に間接関与者の責任を認めた下級審判決もある⁽³⁶⁾。なお、本事件の F は JCG および JCM に上記④の責任も追及している⁽³⁷⁾。

VI 2012年 Simmonds 事件最高裁判決

1 事実の概要と判旨

（事実の概要）

1990年代後半から2000年にかけて、Credit Suisse 等の証券会社（以下、本件証券会社）が新規公開（IPO）の株式を引き受けた。その目的は、当該株式の発行者（issuer）の取締役等である「会社内部者（corporate insider）」と謀ってその株価を上げることにあった。上記発行者の株主であった Simmonds は、2007年に取引所法16条(b)項に基づき会社内部者が取得した利益の返還—短期売買差益—を発行者に請求する55件の訴訟を提起した。ところで、同項は当該差益の取得時から2年の経過後はその返還請求は認められないとする。本件の争点は、本件証券会社と IPO の対象とされた発行者の会社内部者等が利益を取得してから2年を経過しているかである。なお、本事件で Simmonds は本件証券会社と IPO の対象とされたそれぞれの株式発行者を一体の者としてとらえ（group）、同項の規定する主要株主（controlling shareholder）としてこれらの者に短期売買差益の返還を請求している。

原審の第9巡回区控訴裁判決⁽³⁸⁾ は、「2年」の解釈は会社内部者が自社株

⁽³⁴⁾ 511 U.S. 164.

⁽³⁵⁾ “scheme liability”については、拙稿・前掲注（7）433頁以下参照。

⁽³⁶⁾ 具体的には、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」外国学研究（神戸外大）54号107頁以下（平成15年）参照。

⁽³⁷⁾ 間接関与者の民事責任に関する最近の論稿として、Allen, *A New Breath of Life for Private Rule 10B-5(B) Litigation After Stoneridge: SEC V. Tambone and Implied Statements by Collateral Actors*, 32 CARDOZO L. REV. 2093 (2011) 参照。

⁽³⁸⁾ 638 F. 3d 1072.

を取得した旨を SEC に報告した時からであるとした。したがって、同判決は取得時から 2 年を経過するとした第一審判決を取消した。

2012年3月26日になされた最高裁判決⁽³⁹⁾は、大略以下のように判示して原審の判断を退けた。

(判旨)

- (1) 「会社内部者による自社株取得に関する SEC への報告時が 2 年の起算点になる」と判示する原審の判断は誤っている。
- (2) 2 年の期間が「除斥期間 (statute of repose)」にあたるかについての判断は、これを原審に差し戻す。

2 検討

(1) 本事件判決の意義

上記判旨 (1) のように判示して、①第 9 巡回区控訴裁判所の示した“disclosure” approach 説を明確に否定した。この点に本事件判決の意義がある。

(2) 「短期売買差益」の返還

取引所法 16 条 (b) 項は、大要つぎのように規定する。すなわち、取締役 (director) ・役員 (officer) ・主要株主 (controlling shareholder) 一 会社内部者 (corporate insider) 一 が自社の証券を 6 か月に満たない期間に (less than 6 months) 買い付けて売り付けるまたはその逆で利益を得るまたは損失を免れた場合一短期売買差益 (short swing profit) 一、当該差益を証券発行者に返還しなければならない。これを実効あるものにするために、同条 (a) 項は会社内部者にその旨を SEC に報告させる義務を負わせている。

同条 (b) 項は、以下の二点で適用の範囲は狭いといえよう。①A 社の会社内部者 a が、B 社の会社内部者 b に A 社の「内部情報」を伝達する。b も a に B 社の「内部情報」を伝達する。それにより a が B 社株を、b が A 社株をそれぞれ売買して差益を得た。このようなケースに同項は適用されない。②会社内部者の 6 か月以上の期間における自社株売買による差益については、当該差益の返還義務はない。

(3) 2 年の「起算点」

短期売買差益の証券発行者への返還訴訟は、利益を得た時から 2 年を経過するとその請求は認められない (No such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized)。そこで、その「起算点」が問題とされる。これまでに示された解釈基準は、三つに大別できる。①“strict”

⁽³⁹⁾ 132 S.Ct. 1414. スカリア裁判官が法廷意見を執筆した。下記判旨 (1) は、8 名の裁判官 (ロバーツ首席裁判官は本事件判決に関与していない) 全員の意見である。下記判旨 (2) はこれを肯定する者 4 名、否定する者 4 名で意見が分かれた (equally divided)。

approach 説：差益の取得時が起算点であり、トーリング（tolling）の適用はない。これによれば、2年は「除斥期間（statute of repose）」とされよう。②“notice” or “discovery” approach 説：会社内部者の短期売買差益の取得を投資者が知ったあるいは知ることのできた時が起算点とされる。第2巡回区控訴裁判所がこの解釈基準を採用する。③“disclosure” approach 説：会社内部者が短期売買差益の報告をSECに報告した時が起算点とされる。第9巡回区控訴裁判所がこの基準を採用する⁽⁴⁰⁾⁽⁴¹⁾。

*本研究は科研費（22530098）の助成を受けたものである。

(40) Kauman & Wunderlich, *Section 16(b) and its Limitations Period: The Case for Equitable Tolling*, 39 SEC. REG. L.J. 169 (2011) は、上記③を妥当な解釈基準とする。

(41) 三説の詳細は、Sullivan & Privette & Carlton & Hull, *The U.S. Supreme Court Rejects a Broad Tolling Approach to the Statute of Limitations for Section 16(b) Claims*, 44 SEC. REG. & L. REP. 981 (May 14, 2012) 参照。