

神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

Class action in the US securities regulation

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2010-11-30 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 栗山, 修 メールアドレス: 所属:
URL	https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/441

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とクラスアクション

栗 山 修

- I はじめに
- II 証券詐欺とエンフォースメント
 - 1 証券詐欺
 - 2 詐欺禁止規定
 - 3 エンフォースメント
- III 黙示の私的訴権
 - 1 意 義
 - 2 Rule
 - 3 私訴権と判決例
 - 4 検 討
 - 5 まとめ
 - 6 私訴権の成立要件
- IV 証券詐欺クラスアクション
 - 1 クラスアクションの意義と具体例
 - 2 証券詐欺クラスアクションの変遷
 - 3 証券詐欺クラスアクションの機能

I はじめに

米国では、「証券詐欺 (securities fraud)」をした者にたいして種々のエンフォースメントがなされる。エンフォースメントの一つに、証券詐欺で損害を受けた投資者による私的訴訟 (private suit) —損害賠償請求訴訟—の提起がある。当該訴訟はクラスアクション (class action)⁽¹⁾ によってもなされ、それは「証券詐欺クラスアクション (private class action securities fraud litigation)」と称される⁽²⁾。そして、その多くが1934年連邦証券取引所法10条(b)項⁽³⁾・規則10b-5⁽⁴⁾ (以下、両規定を総称してRule)⁽⁵⁾ 違反を理由として

提起される⁽⁶⁾。当該アクションは、私人によるエンフォースメントとして重要な役割をはたしている。

以下では、証券詐欺とそれをした者にたいするエンフォースメントの内容を概観し（後記Ⅱ）、合衆国最高裁判所が Rule に基づく黙示の私的訴権を認める根拠を考察する。また、当該訴権の成立要件についても確認する（後記Ⅲ）。その後、証券詐欺クラスアクションの意義や具体例、変遷を考察する。さらには、クラスアクションがはたしている機能についても検討する（後記Ⅳ）。

（注）

- (1) 「集合代表訴訟」（田中英夫＝竹内昭夫・法の実現における私人の役割70頁（東京大学出版会 昭和62年）〔以下、田中＝竹内〕）とも称される。
- (2) Grundfest, *Disimplying Private Rights of Action Under the Federal Securities Laws: the Commission's Authority*, 107 HARV.L.REV.961, 968 (1994) 〔以下、Grundfest〕。
- (3) つぎのように規定する。「国法証券取引所に登録されている証券もしくは登録されていない証券の買付けまたは売付けに関し、公益または投資者保護のため必要に応じて委員会が適宜に制定する規則に違反して、相場操縦的または詐欺的策略を用いること（下線部は筆者）。」
- (4) 脚注(3)の下線部に該当する同規則はつぎのように規定する。「何人も州際通商の方法、郵便あるいは国法証券取引所の施設を利用して、証券の買付けもしくは売付けに関し、直接または間接に以下の行為をなすのは違法である。
 - (a) 詐欺的な策略を用いること。
 - (b) 重要な事実を偽って表示するまたは表示がなされる際の状況に照らして、当該表示が誤解をまねかないために必要な重要事実を示さないこと。
 - (c) 人を欺罔するあるいは欺罔するであろう行為、慣行、取引方法をなすこと。」
- (5) 連邦証券取引所法10条(b)項と同項の授權により SEC が制定した規則10b-5は、一体の詐欺禁止規定として考えられている。したがって、同項が問題とされるケースでは同規則もその対象に含まれるのが通常である。このことから、以下では両規定を総称して Rule という。
- (6) 証券詐欺クラスアクションの圧倒的多数 (overwhelming majority) が Rule に基づくそれであるとされる (Rose, *Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship Between Public and Private Enforcement of*

Rule 10b-5, 108 COLUM. L.REV.1301, 1302 (2008) [以下, Rose]。2009年における同アクションの提訴数は155件であった。これは、2008年におけるその210件と比較すると26パーセント減であるとされる (42 SEC. REG. & L. REP. 740 (2010))。

II 証券詐欺とエンフォースメント

1 証券詐欺

「証券詐欺」とはなにか。これについての明確な定義はない。しかし、一般にはつぎのようにいえよう。すなわち、「証券の価格に影響をおよぼす重要情報の不実表示 (misrepresentation) や半真実 (half-truth or omission), 不開示 (non-disclosure) を用いておこなわれる違法な証券取引⁽¹⁾」

2 詐欺禁止規定

以下が、1933年連邦証券法 (以下, 証券法), 1934年連邦証券取引所法 (以下, 取引所法) の主要な「詐欺禁止規定 (anti-fraud provision)」である。

(1) 証券法17条(a)項

「証券の売付け」における詐欺を規制する。

(2) 取引所法14条(e)項・規則14e-3

「公開買付け」における詐欺を規制する。

(3) Rule⁽²⁾

証券詐欺規制の中心的規定である。

3 エンフォースメント

取引所法は、証券詐欺をした者にたいする種々のエンフォースメントを認めている。エンフォースメントとは、法の制定目的を実現させるために科されうる法的措置をいう⁽³⁾。そして、それは国家・SEC (米国連邦証券取引委員会)⁽⁴⁾・私人が主体となってなされうる⁽⁵⁾。

(注)

- (1) King & Corrigan & Dukin, *Securities Fraud*, 46 AM. CRIM. L. REV.1027, 1029 (2009) は、「証券詐欺」の典型として(A)重要情報の不実表示 (misrepresentation)・半真実 (omission) および両者を含む手段を用いておこなう取引、(B)インサイダー取引をあげる。なお、規則10b-5(b)項の「表示がなされる際の事情に照らして、当該表示が誤解をまねかないために必要な重要事実を示さないこと」は半真実 (omission or half-truth) を意味する。上記のように、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1766頁脚注4 (平成19年) の記述を訂正する。
- (2) 規定については、前記 I・脚注(3)・脚注(4)参照。
- (3) SEC は、インサイダー取引についての情報提供者に報奨金 (bounty) をあたえることができる (取引所法21A 条(e)項)。報奨金の提供は、インサイダー取引の間接的抑止効果をもたらす。このことから、報奨金の提供は広義のエンフォースメントとされよう。
- (4) SEC は、取引所法4条に基づいて設置された5名の委員から成る独立の行政機関である。委員は上院の勧告と同意に基づいて大統領が任命する。そして、その中から大統領が委員長 (Chairman) を指名する。3名を越える委員が同一の政党に所属することはできない。委員の任期は5年で、毎年6月5日にその任期が満了するとされる。現在の委員長は Mary Shapiro 氏である。第29代委員長の氏は、初の女性委員長でもある。SEC とエンフォースメントについては、拙稿「SEC とエンフォースメント」国際商事法務38巻4号579頁以下 (平成22年) 参照。
- (5) 以上の詳細は、拙稿「米国連邦証券詐欺規制とエンフォースメント」外国学研究 (神戸大) 75号1頁以下 (平成22年) 参照。

Ⅲ 黙示の私的訴権

1 意義

私的訴権とは “private right of action” の邦訳である。証券法、取引所法にはこれを明定する (express private right of action) 規定もある⁽¹⁾。Rule は私的訴権を明定していない。しかし、早くから判例は Rule に基づく損害賠償請求権—黙示の私的訴権 (implied private right of action) —を解釈で認めてきた。現在では Rule に基づく黙示の私的訴権 (以下、私訴権) は判例法上確立したものとされ (well-established rule), その適用範囲も広い⁽²⁾。

2 Rule

規則10b-5（以下、規則）は、取引所法10条(b)項の授権により⁽³⁾ SECが1942年に制定した5番目の規定である。規則は、大略つぎのような理由で制定された。すなわち、「証券の売付け」における詐欺については証券法17条(a)項がそれを禁止する。しかし、「証券の買付け」における詐欺について同項は禁止していない。そこで、「証券の売付け」のみならず「証券の買付け」における詐欺も禁止する規定を制定すべきであるとの声がSEC委員からあ⁽⁴⁾がった。その結果として制定されたのが規則である。

3 私訴権と判決例

以下が、私訴権を認めた主要な判決例である。

(1) 1946年 Kardon 事件ペンシルベニア州東部地区合衆国地裁判決⁽⁵⁾

私訴権を最初に認めた判決である。その根拠は、大略つぎの二点にあるとされる。① Rule は私的訴権を明定していない。しかし、Rule 違反者にたいしては不法行為責任 (tort liability) を追及することができる。②取引所法29条(b)項は、同法違反の契約は無効である旨規定する。同項は、取引所法違反の行為に民事救済 (remedy) が認められることを明らかにした規定であると解釈できる。以上から、Rule 違反者にたいする私訴権が認められる。

(2) 1971年 Superintendent 事件合衆国最高裁判決⁽⁶⁾

私訴権を最初に認めた最高裁判決である。同事件判決は脚注で、「取引所法10条(b)項に基づく私的訴権が認められることは、現在では判例法上確立している」と判示した。⁽⁷⁾

(3) 1976年 Hochfelder 事件最高裁判決⁽⁸⁾

同事件最高裁判決は Superintendent 事件最高裁判決（上記（2））等を引用して、「Rule 違反者にたいする私訴権は、現在では判例法上確立したものとされている」と判示した。⁽⁹⁾

(4) 1983年 Huddleston 事件最高裁判決⁽¹⁰⁾

同事件最高裁判決はつぎのように判示する。「私訴権は、判例が35年超もの間一貫してこれを認めてきた。私訴権が認められることについてもはや疑いの余地はない⁽¹¹⁾ (beyond peradventure)。」

(5) 1988年 Basic 事件最高裁判決⁽¹²⁾

同事件最高裁判決はつぎのように判示する。「Rule に関する裁判所の解釈およびその適用、合衆国議会の私訴権についての黙認 (legislative acquiescence) さらに私訴権が認められてきた期間の長さを考慮すると、私訴権が認められないとの解釈が成り立つ余地は全くない。取引所法の制定目的を実現するためにも、私訴権を認めることが必要不可欠である⁽¹³⁾⁽¹⁴⁾ (essential tool)。」

4 検 討

上記3でみたように、最高裁判所は解釈上当然に私訴権が認められるとする。このことは判例法上確立されており、現在ではこれを疑う余地はない。証券詐欺クラスアクション提起要件の厳格化等、私訴権を前提とする1995年連邦私的証券訴訟改革法 (PSLRA. 以下、改革法)⁽¹⁵⁾ や1998年連邦証券訴訟統一基準法 (SLUSA. 以下、統一基準法)⁽¹⁶⁾ を議会が制定したこともこれの証左とされる⁽¹⁷⁾。しかし、私訴権が認められる根拠は必ずしも明確ではない。1976年 Hochfelder 事件最高裁判決 (前記3・(3)) も「取引所法10条(b)項は私的訴権を明定しておらず、議会あるいはSECが当該訴権を意図して規則を制定したわけではない」と判示する⁽¹⁸⁾。そこで、大要以下の理由から私訴権が認められることには疑問があるとする見解が示されている。

(1)取引所法10条(b)項はSECに規則制定権を与えている。しかし、制定される規則は同項が規定する範囲内でのみ有効とされる。同項は私的訴権を明定していない。したがって、私訴権は認められない。(2)規則の制定目的は、「証券の買付け」における詐欺も規制対象にする点にあった⁽¹⁹⁾。規則制定時に

私訴権が認められることは想定されておらず、それが制定目的でなかったのは明白である。(3)判例は、詐欺禁止規定である証券法17条(a)⁽²⁰⁾項あるいは1940年連邦投資顧問法206条に基づく黙示の私的訴権を認めない。⁽²¹⁾しかるに、同法206条と酷似する規定である規則のそれが認められるのはなぜか。その理由については不明である。⁽²²⁾(4)1976年 Cort 事件最高裁判決は、黙示の私的訴権が認められるためには以下の要件を満たす必要があるとした。①原告に特別の利益 (“especial” benefit) をもたらすために規定が制定された。②明示的あるいは黙示的に私的訴権を意図した証拠 (evidence) が立法過程から明白である。③私的訴権を認めることが法の制定目的に合致する。④問題とされるケースが、従来から州法において解決される性質を有するものではなく、連邦法による解決が妥当とされる。上記の要件が満たされなければ私的訴権は認められないことになるが、私訴権は上記②の要件を欠いているのではないか。⁽²⁴⁾(5)最高裁判所は、1994年 Central Bank 事件判決で私的幫助責任 (aiding and abetting liability) を否定した。また、2008年 Stoneridge 事件判決でスキーム責任 (scheme liability) を否定した。⁽²⁵⁾両事件判決の共通点は、「規定の文言に忠実な解釈 (textual approach)」によりなされたことである。この解釈基準によれば、Rule は私的訴権を明定していないので私訴権は認められないことになる。⁽²⁷⁾また、最高裁判所は最初に私訴権を認めた Kardon 事件地裁判決 (前記3・(1)) の示した根拠を否定している。⁽²⁸⁾(6)これらの主張を考慮すると、SEC は取引所法10条(b)項に基づく私的訴権を認めないとする規則 (disimplying private right of action) を制定すべきである。⁽²⁹⁾

5 まとめ

最高裁判所は早くから私訴権を認めており、それは判例法上確立しているとする。そして、私訴権は当然に認められると繰り返し判示する。しかし、最高裁判所はその明確な根拠を示していない。私訴権を最初に認めた1946年

Kardon 事件地裁判決は以下の二点を根拠に私訴権を認めた。① Rule 違反者には不法行為責任を追及できる。②取引所法29条(b)項の規定を根拠に、取引所法違反者に民事責任の追及が可能であると解釈できる。しかし上記①については1979年 Touche Ross 事件最高裁判決が、上記②については1979年 Transamerica 事件最高裁判決がそれぞれその根拠を否定した。このことから、Kardon 事件地裁判決の示した私訴権が認められる根拠を最高裁判所自らが否定したといえよう。

1994年 Central Bank 事件最高裁判決や2008年 Stoneridge 事件最高裁判決にみられるように、最近の Rule に関する最高裁判所の解釈基準は「規定の文言に忠実な解釈」である。当該基準によれば、私的訴権を明定していない Rule に基づく私訴権は認められないことになろう。また、すべての巡回区控訴裁判所が詐欺禁止規定である証券法17条(a)項に基づく黙示の私的訴権を否定する。さらには、1979年 Transamerica 事件最高裁判決が同じく詐欺禁止規定で規則に酷似する1940年投資顧問法206条に基づく私的訴権を否定する。このように、Rule と同様の詐欺禁止規定であっても最高裁判所は黙示の私的訴権を否定する。

以上を考慮すると、私訴権は認められないとの結論になろう。しかし実際には、私訴権は判例法上確立されている。連邦証券関係諸法における詐欺禁止規定のなかで、私訴権のみが早くから判例により例外的に認められてきた (grandfathered)。しかし、その明確な理由については未だ不明であるといわざるをえない。

6 私訴権の成立要件

以下が、私訴権の成立要件である。(1)提訴権者は実際に証券を売買した者に限られる (売主・買主要件)⁽³⁰⁾。(2)取引の対象が取引所法3条(a)項10号の規定する「証券」であること。(3)被告に「サイエンタ (scienter)」のあること⁽³¹⁾。(4)不実表示等の内容が「重要 (materiality)」⁽³²⁾であること。(5)原告が不実表

示等の重要情報を「信頼 (reliance)」したこと。(6)詐欺と損害との間に「因果関係 (causation)」のあること。⁽³³⁾(7)詐欺が州際通商によるものであること。⁽³⁴⁾(8)出訴期限 (statute of limitations) 内に提訴されていること。

(注)

- (1) たとえば、証券法11条（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12条（目論見書に不実記載をした者にたいする責任を定める）、取引所法9条(e)項（相場操縦をした者にたいする責任を定める）、取引所法18条(a)項（取引所法に基づいて提出される書類に不実記載をした者にたいする責任を定める）、取引所法20A条（インサイダー取引をした者が同時期にその者と取引した者にたいする責任を定める）。なお、取引所法20A条を検討する最近の論稿として、Shah, *Section 20A and the Struggle for Coherence, Meaning, and Fundamental Fairness in the Express Right of Action for Contemporaneous Insider Trading Liability*, 61RUTGERS L.REV.791 (2009) 参照。また、同条と Rule の適用関係については拙稿「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57頁以下（平成14年）参照。
- (2) 1983年 Huddleston 事件最高裁判決（459U.S.375）は、私的訴権を明定する証券法11条が適用されるケースでも原則として Rule が適用されるとする（拙著・証券取引規制の研究113頁以下（成文堂 平成10年）〔以下、拙著〕参照）。
- (3) 前記 I ・脚注(3)の下線部参照。
- (4) 具体的には、つぎのような事態を知らせる電話が SEC の取引所部長からあった。すなわち、「ボストンにある某社の社長が、自社の業績はこのほか悪いとして株主から自社株を1株につき4ドルで買い付けた。しかし実際には、某社は4倍もの利益をあげていた。そして、来期には1株につき2ドルの利益をもたらす可能性もあった。」このようなケースで「証券の買付けにおける詐欺」をされた株主は、証券法17条(a)項を根拠に社長の法的責任を追及することはできない。これを知った SEC 委員が、「このような事態を黙って見過ごすわけにはいかない！」との声をあげた。詳細は、ABA Sec. of Corp., Banking & Bus. Law, Conference on Codification of the Federal Securities Laws, 22BUS. LAW. 793, 922 (1967) 参照。
- (5) 69F. Supp. 512 (E.D.Pa.1946). 同事件判決については、神崎克郎・証券取引規制の研究103頁以下（有斐閣 昭和43年）参照。同書は、わが国における米国証券取引規制の先駆的研究である。
- (6) 404U.S. 6 (1971).
- (7) *Id.* at 13 n.9.
- (8) 425U.S. 185 (1976).

- (9) *Id.* at196.
- (10) 459U.S.375 (1983).
- (11) *Id.* at380.
- (12) 485U.S.224 (1988).
- (13) *Id.* at 230-31.
- (14) 1994年までに私訴権を認めたその他の主要な最高裁判決については, Grundfest, at 976 n.53参照。
- (15) 同法の概要は, 拙著・206頁以下参照。
- (16) 同法の概要は, 拙稿「1998年米国連邦証券訴訟統一基準法について」国際商事法務29巻10号1208頁以下(平成13年)参照。
- (17) Rose, at1309n.32. なお, 鳥袋鉄男「連邦証券諸法の下における Implied Private Rights of Action の存否」[1983-1] アメリカ法26頁以下を参照。同論文は1979年頃までの最高裁判決を素材に, 黙示の私的訴権が認められる法理を詳細に検討する。
- (18) Hochfelder, *supra* note (8), at 196.
- (19) 前記2参照。
- (20) すべての巡回区控訴裁判所が同項に基づく黙示の私的訴権を否定する。最高裁判所は, 未だ判断を示していない(Grundfest, at982n.79)。
- (21) 1979年 Transamerica 事件最高裁判決は, 議会にその意図がないとして黙示の私的訴権を否定する(444U.S.11, 19-24)。
- (22) Grundfest,at994.
- (23) 422U.S.766,788 (1976).
- (24) Grundfest,at993.
- (25) 511U.S.164 (1994). 概要は, 拙著・132頁以下参照。
- (26) 552U.S.148 (2008). 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。
- (27) Grundfest, at 989 ; Rose, at 1309.
- (28) 1979年 Touche Ross 事件最高判決は(442U.S.560, 568), Kardon 事件地裁判決が私訴権を認める根拠とした Rule 違反者にたいする不法行為責任を否定する。また1979年 Transamerica 事件最高裁判決(444U.S.11, 19)は, 同事件地裁判決が私訴権を認める根拠とした取引所法違反の行為に民事救済が認められるとする見解を否定する。
- (29) 1985年から1990年まで SEC 委員を務めた Grundfest 氏の主張である(Grundfest, at963)。
- (30) 統一基準法に拠る証券詐欺クラスアクションでは, 証券を実際に売買した者のみならず証券の保有者にも提訴権があるとされる(“holding” claims)。2006年 Dabit 事件最高裁判決(126U.S.1503)はこれを認めた。同事件判決については拙稿「1998

年米国連邦証券訴訟統一基準法と原告適格」国際商事法務34巻6号834頁以下（平成18年）参照。

- (31) 証券の発行会社（issuer）が被告とされるケースで、被告に「サイエンタ」があったと認定されるためにはどのような内容の証明が原告に要求されるのかが問題とされる。Schreiber & Karron & Puri, *Whose Mind Is It Anyway? Pleading and Proving Corporate Scienter*, 42 SEC. REG. & L. REP.1328 (2010) は、最近なされた3つのニューヨーク州南部地区地裁判決を素材にこの問題を検討する。
- (32) 最近の論稿である Keeley, *Omission Based Securities Fraud Claims: Determining a Duty to Disclose Before Reaching the Question of Materiality*, 42 SEC. REG. & L. REP. 1016 (2010) は、「重要（materiality）」の内容を検討する。
- (33) 因果関係は、「取引因果関係（transaction causation）」と「損害因果関係（loss causation）」に大別される。2005年 Dura 事件最高裁判決（U.S.544U.S.336）はこれを明らかにした。同事件判決については拙稿「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。なお、「信頼（reliance）」（上記(5)）は「取引因果関係」を意味すると一般に解されている。最近の論稿である Fry, *Pleading and Proving Loss Causation in Fraud-on-The-Market-Based Securities Suits Post-Dura Pharmaceuticals*, 36 SEC.REG. L.J.31 (2008) は、2005年 Dura 事件最高裁判決以後になされた判決の紹介を含む同事件判決に関連する問題点を検討する。
- (34) 2002年サーベンス・オクスリー法804条(a)項(2)号は、証券詐欺をした者を被告とする私的訴訟の出訴期限を大略つぎのように規定する。「①証券詐欺に該当する事実を知った時（discovery of the facts constituting the violation）から2年または②当該事実の発生後5年、のいずれか早いほうを出訴期限とする。」下線部について、下級審裁判所の解釈は別れていた。最高裁判所は2010年4月27日の Merck 事件判決（130S.Ct.1784）で大要つぎのような解釈を示した。(1)原告が当該事実を実際に知った時、または原告が一般投資者（reasonably diligent plaintiff）であれば当該事実を知ったであろう時、のいずれか早いほうを出訴期限とする。(2)証券詐欺に該当する事実には被告の「サイエンタ」も含まれる。Merck 事件最高裁判決の概要と問題点については、Freedman, *Merck & Co. v. Reynolds: Some Open Questions on Availability of Statute of Limitations Defense in Federal Securities Cases*, 42 SEC. REG. & L. REP. 1158 (2010) 参照。なお、1991年 Lampf 事件最高裁判決（501U.S.350）は「規定に違反する事実を知った時から1年であつ当該事実が生じた時から3年」とした。しかし、現在では同法804条(a)項(2)号が上記の出訴期限を明定する。したがって、私的証券詐欺訴訟の出訴期限は同号の規定するそれによるとされる。上記のように、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143頁Ⅱ・2（平成19年）の記述を訂正する。

IV 証券詐欺クラスアクション

1 クラスアクションの意義と具体例

(1) 意義

クラスアクションを簡潔に説明すればつぎのようになろう。「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 (representative suit) をいう。⁽¹⁾」クラスアクションは、イギリスにおけるエクイティ裁判所での判例法がその起源とされる。米国では、1938年連邦民事訴訟規則 (Federal Rules of Civil Procedure) でクラスアクションに関する規定が設けられ、⁽²⁾ 1966年に規定の内容が大幅に改正された。なお、証券詐欺クラスアクションは同規則23条(b)項(3)号⁽³⁾を根拠に提起される。

(2) 具体例⁽⁴⁾

Y社の年次報告書(以下、報告書)には、収益についてつぎのように記載されていた。「Y社の収益は前年度と比較して大きく増益となった。」しかしそれは事実と反するもので、実際には大きく減益していた。Y社の株主Xは、同社の収益に関する不実記載を信頼して当時100ドルであったY社株を10株買い付けた。その後、報告書の記載内容は不実なことが明らかになった。その結果、Y社株は50ドルまで急落した。

Xはつぎのような理由で、自己と同様の立場で損害を受けたX₁等のグループを代表してクラスアクションを提起した。すなわち、報告書の不実記載を信頼してY社株を買い付けた。その結果、500ドルの損害を受けた。実際には、訴訟代理人である弁護士(事務所)が少しでも勝訴の可能性があればY社、不実記載に関与したY社の取締役⁽⁵⁾(director)・役員⁽⁶⁾(officer)、会計士(事務所)⁽⁶⁾を被告としてクラスアクションを提起する。提起されたクラスアクションの多くは和解⁽⁷⁾(settlement)で解決されている。その結果、正式事実審理⁽⁸⁾(trial)にまで進展するケースはほとんどないのが現状とされる。

2 証券詐欺クラスアクションの変遷

(1) 改革法制定前のクラスアクション

クラスアクションのクラスに属する者の多くは損害額が小さく、自己がクラスを代表して訴訟を提起することには消極的である。このような状況に着目して、高額報酬取得のみを目的に同アクションの訴訟代理人を希望する弁護士（事務所）が現れた。これを実現すべく、当該弁護士（事務所）は証券詐欺で損害を受けた投資者に証券詐欺クラスアクション（以下、詐欺アクション）の代表者になるようにとの勧誘をおこなう。代表者となるためには裁判所の承認が必要とされる。従来、裁判所は最初にその申し出をしてきた者を代表者としてきた。そこで当該弁護士（事務所）は、自己の目的を実現するために裁判所が一刻も早く当該投資者を詐欺アクションの代表者として承認してもらうことを欲した（race to the courthouse）。

(2) 改革法とクラスアクション

上記(1)でみたように、当該弁護士（事務所）はクラスアクション提起後の和解金取得を目的に同アクションの訴訟代理人を希望する。このような事態を改善すべく改革法が制定された。裁判所は最も適切にクラスを代表できる者をクラスアクションの原告に選任しなければならない（the most adequate plaintiff）⁽⁹⁾等が改革法の内容である。

(3) 統一基準法とクラスアクション

改革法制定の直後から、ブルー・スカイ・ローに基づく詐欺アクションが増加した。とりわけ、カリフォルニア州の Corporation Code に基づくそれが急増した。このような予想外の事態を改善するためには、連邦法である取引所法に拠ってのみ詐欺アクションの提起を認めることが必要とされる。統一基準法⁽¹⁰⁾は、これを実現するために制定された⁽¹¹⁾。

3 証券詐欺クラスアクションの機能

詐欺アクションには、つぎの機能があるとされてきた。

(1) 損害の補てん

クラスに属する証券詐欺の被害者である投資者は、損害賠償金 (damages) を請求できる。裁判所が私訴権を認めた当初の理由は、投資者の損害補てん (compensation) ⁽¹²⁾ であった。しかし、提起された詐欺アクションの多くは和解で解決されているのが現状である。そして、投資者の取得する和解金は詐欺アクションでの請求額を大きく下回る⁽¹³⁾。以上を考慮すると、「損害の補てん」はその機能を果たしているとはいいがたい。実際にも、1960年代後半から同機能は意味をもたなくなるとされている⁽¹⁴⁾⁽¹⁵⁾。

(2) 違法行為の抑止

詐欺アクションの提起には、会社の違法行為である証券詐欺を抑止する機能 (deterrence) があるとされる。「違法行為の抑止」機能とはつぎのような意味である。すなわち、会社が報告書における重要事項の不実記載等をするればそれを信頼して同社株を買い付けて株主となった者が存在する。損害を受けた当該株主は同様の立場にある他の株主と共に被害者としてのクラスを構成し、会社や取締役・役員 (以下、会社等) にたいして詐欺アクションを提起する。そして、その賠償額も大きいのが通常である。このような事態を避けるために、会社等は当該不実記載等のないように細心の注意を払う。換言すれば、賠償額が大きい詐欺アクション提起の可能性のあることが、会社等が当該不実記載等をするにたいする抑止力になる。1938年連邦民事訴訟規則の1966年改正や、1988年 Basic 事件最高裁判決が「証券市場における詐欺理論」⁽¹⁶⁾ を妥当として「信頼」の証明を容易にしたことが、詐欺アクションの提訴数を増加させた⁽¹⁷⁾。詐欺アクションのもつ以上のような違法行為抑止機能は、SECの提起するエンフォースメント訴訟のそれと明確には区別できないといえよう⁽¹⁸⁾。

会社等を被告として提起される詐欺アクションは、和解で解決されるのが通常である。そして、それにより和解金が支払われる。和解金を支払うのは会社であり、取締役・役員は自らのポケットからそれを支払うことはない⁽¹⁹⁾。

なぜなら、これらの者が支払うべき和解金は“D&O”保険から支払われるからである。このような現状を考慮すると、取締役や役員のなす証券詐欺についての抑止機能は有効にはたっているのか疑問である。また、形式上は会社が和解金を支払うのであるが、その実質は株主が間接的にそれを支払っていることになろう。すなわち、詐欺されて損害を受け株主となった投資者に会社が全株主の財産から和解金を支払ったことになる。⁽²⁰⁾このような見解に立てば、和解金は株主の財産が詐欺アクションのクラスに属する株主にシフトされただけであるともいえよう。⁽²¹⁾

以上でみたように、「損害の補てん」や「違法行為の抑止」は必ずしも有効に機能しているとはいいがたい。そこで、最近では以下を詐欺アクションの機能にあげる見解もある。①「開示書類（disclosure document）記載内容の真実化」：すなわち、詐欺アクションを提起されないように、会社等は報告書の不実記載等をせず真実の記載をするように細心の注意ををらう。②「株主のガバナンス意識の促進」：すなわち、詐欺アクションは多くの場合和解で解決される。会社が支払う和解金は究極的には株主が支払っていることになる。⁽²²⁾これを避けるべく、会社の所有者である株主は報告書の不実記載等を会社にさせないようにこれを監視する意識をもつようになる。⁽²³⁾

(注)

- (1) 1 Class Action § 1:1 (4th ed. 2010). クラスアクションのポイントについては、浅香吉幹・アメリカ民事訴訟法 [第2版] 35頁以下 (弘文堂 平成20年) 参照。
- (2) 内容の詳細は、櫻博行「連邦民事訴訟法の成立とクラスアクション」人間学研究 (京都文教大学) 9巻31頁以下 (平成21年) 参照。
- (3) 規定については、拙稿「米国連邦証券詐欺訴訟におけるエンフォースメントとクラスアクション」同志社法学55巻7号292頁以下 (平成16年) 参照。
- (4) 以下は、Klausner, *Personal Liability of Officers in US Securities Class Actions*, 9 J. CORP. L. STUD. 349, 353 (2009) を参考にした。
- (5) 多くの場合、社外取締役 (outside director) もその対象とされる (*Id.* at 353-54)。
- (6) 1994年 Central Bank 事件最高裁判決が私的幫助責任を否定した。これにより、会計士 (事務所) が不実記載の報告書作成に実際に関与した場合 (primary

- violator) にのみその請求が認められる。
- (7) 弁護士(事務所)の成功報酬は、和解により支払われる和解金額の25パーセントから33パーセントが一般的とされている (Klausner, *supra* note (4), at 353)。
 - (8) *Id.* at 354.Y社の取締役・役員が支払う和解金は多くの場合 D&O 保険から支払われる。したがって、取締役・役員は個人として和解金を支払うことはないのが現状とされている (*Id.* at 352)。
 - (9) 詳細は、拙著・206頁参照。Seligman et al., *Symposium Litigation Reform Since the PSLRA: A Ten-Year Retrospective*, 106 COLUM. L.REV. 1479 (2006) は、改革法の問題点を検討する。
 - (10) Despriet & Clinton, *Evolution of the Securities Litigation Uniform Standards Act*, 33 SEC.REG. L. J. 268 (2005) は、統一基準法に関する問題点を検討する。
 - (11) 以上の詳細は、拙稿・前掲注(3)289頁以下参照。
 - (12) Rose, at 1310.
 - (13) 上記脚注(7)の本文参照。
 - (14) Coffee, *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implication*, 106 COLUM. L. REV. 1534, 1545 (2006) によれば、和解金は最高でも請求額の7.2パーセントとされている。
 - (15) Rose, at 1309.
 - (16) 同理論については、拙著・102頁以下参照。
 - (17) Rose, at 1311. 1988年 Basic 事件最高裁判決のなされた直後の同年4月から1991年6月までの詐欺アクション提訴数は従来のほぼ3倍程度に増加したとされる (Mahoney, *Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets*, 78 VA. L. REV. 623, 663 (1992))。
 - (18) Rose, at 1311. 詐欺アクションは、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とされている (supplement to the SEC enforcement action)。
 - (19) Fisch, *Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation*, 2009 WIS. L. REV. 333, 337.
 - (20) Klausner, *supra* note (4), at 352. 正確には、同論文は役員 (officer) についてこのように指摘する。
 - (21) これは、“circularity problem” といわれる (Fish, *supra* note (19), at 337)。
 - (22) 脚注(21)の本文参照。
 - (23) Fisch, *supra* note (19), at 334-35. 詳細は、同論文の脚注9&10掲記の文献を参照。

※本研究は科研費(22530098)の助成を受けたものである。