

神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

Comtemporary issues on federal securities fraud suits

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2002-09-30 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/887

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



米国連邦私的証券詐欺訴訟をめぐる 最近の動向(1)

栗 山 修

- I はじめに
- II 私的証券詐欺訴訟の意義と私的訴権の成立要件
- III 因果関係の意義と損害因果関係の立証（以上，本号）
- IV 私的証券詐欺訴訟と出訴期限（以上，53巻7号）

I はじめに

米国連邦証券取引規制における不公正な証券取引規制の中心的規定は、1934年連邦証券取引所法（以下，取引所法）10条(b)項・規則10b-5（以下，両規定を総称してRule）である。Ruleは，違反者にたいする損害賠償請求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（implied private right of action）を認めている⁽¹⁾。

以下では，私的証券詐欺訴訟の意義とRuleに基づく黙示の私的訴権についての成立要件を概観する。また，私的証券詐欺訴訟における損害因果関係や出訴期限に関する最近の動向を検討する。

注)

(1) 詳細は，拙著・証券取引規制の研究91頁以下（平成10年 成文堂）参照。

II 私的証券詐欺訴訟の意義と私的訴権の成立要件

1 私的証券詐欺訴訟の意義

健全な証券市場の維持・育成をはかり投資者を保護するには、不公正な証券取引をした者にたいしてサンクションを科すことが必要不可欠である。不公正な証券取引の多くは、インサイダー取引をはじめとする詐欺的取引 (securities fraud) である。そして、詐欺禁止規定 (anti-fraud provision) である Rule が不公正な証券取引規制の中心的規定でありその内容の発展が著しい。Rule 違反者には、刑事罰が科されうる。さらには、SEC も差止命令や付随的救済あるいは3倍賠償等のサンクションを違反者に科すべく提訴しうる——SEC のエンフォースメント訴訟——。違反者にこれらのサンクションを科すだけでは、詐欺的取引の抑止はむずかしい。なぜなら、刑事罰は違法性の強い詐欺的取引にのみ科される。また、予算や人員等の関係から SEC のエンフォースメント訴訟も十分に機能しているとはいいがたい。詐欺的取引が原因で投資者は損害を受けており、その損害 (compensatory or actual damages) は回復されるべきである。そこで損害を受けた投資者には、私的訴権が認められるのは当然である。

私的訴訟は損害回復の実現にとどまらず、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⁽¹⁾ (supplement to the SEC enforcement action)。すなわち、投資者が提起する私的証券詐欺訴訟は、損害回復のみならず健全な証券市場の維持・育成と投資者保護という連邦証券関係諸法の制定目的を実現するために重要な役割をはたしているといえよう⁽²⁾。

注)

(1) Avery, *Securities Litigation Reform: The Long and Winding Road to the Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, 51BUS. LAW. 335, 335 (1995).

(2) これについては、田中英夫＝竹内昭夫・法の実現における私人の役割 (昭和62

年 東京大学出版会) 参照。

2 黙示の私的訴権に関する成立要件

Rule は、私的訴権を明定していない¹⁾。取引所法には、私的訴権を明定する規定もある。たとえば、インサイダー取引の同時取引者にたいする民事責任を定める20A条(後記3)、相場操縦の禁止に関する9条(e)項、有価証券報告書等に不実表示または誤解をまねく表示がなされた場合について規定する18条(a)項等がそれである。そこで、Ruleに基づく黙示の私的訴権(implied private right of action) —損害賠償請求権—が認められるか否かが問題となる²⁾。1946年 Kardon 事件ペンシルベニア州東部地区合衆国地裁判決³⁾がRuleに基づく私的訴権を認めて以来、多くの下級審判例がこれを認めてきた。合衆国最高裁判所も、1971年 Superintendent 事件判決⁴⁾でこれを是認した⁵⁾⁶⁾。

私的訴権が認められることにともない、その成立要件が問題となる。1990年 Fine 事件第5巡回区合衆国控訴裁判決⁷⁾にみられるように、判例の多くは原告がつぎの点を立証しなければならないとしている。①不実表示や不開示といった詐欺的戦略(fraudulent device)の存在。②詐欺的戦略が原因で証券の売買をしたこと。③サイエンタ(scienter)に基づき詐欺的戦略をもちいたこと。④詐欺的戦略が重要な内容をもつこと。⑤詐欺的戦略の信頼について過失のないこと(justifiable reliance)。⑥詐欺的戦略が原因で損害が生じたこと。Ruleは規則10b-5が制定されてまもない1950年代には、コモン・ローを参考に解釈されていた。しかし、1960年代にはコモン・ローの解釈にとられる必要はないとして、裁判所は私的訴権の成立要件を緩和して解釈した。その結果生じた濫訴(vexatious litigation)傾向に歯止めをかけるべく、1970年代の後半に入り最高裁判所はつぎのような制限的解釈傾向を示した。すなわち、Ruleに基づく私的訴権を主張するためには実際に証券の売買をした者でなければならず(売主・買主要件)、過失では不十分で

被告のサイエントの立証が要求される⁽⁹⁾。SECによる差止命令請求訴訟でもサイエントの立証が要求され⁽¹⁰⁾、相場操縦・詐欺・不開示の要素が含まれない信認義務違反 (breach of fiduciary duty without any manipulation, deception or nondisclosure) にRuleは適用されない⁽¹¹⁾。

注)

- (1) 合衆国議会は、取引所法を制定する際に同法10条(b)項の違反者に懲戒処分 (disciplinary action) を科すことを考えていたようである (Note, *Reliance Under Rule 10b-5: Is the "Reasonable Investor" Reasonable?*, 72 COLUM. L. REV. 562, 563-65 (1972); *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 196 (1976))。
- (2) 島袋鉄男「連邦証券諸法の下における Implied Private Right of Action の存否」〔1983-1〕アメリカ法26頁以下参照。
- (3) *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69F. Supp. 512 (E.D.Pa. 1946), *modified on other grounds*, 73F. Supp. 798, *modified* 83F. Supp. 613 (1947). 事実関係および判旨の詳細は、神崎克郎・証券取引規制の研究103頁以下 (昭和43年 有斐閣) 参照。
- (4) *Superintendent of Ins. of the State of New York v. Bankers Life and Casualty Co.*, 404 U.S. 6 (1971).
- (5) *Id.* at 13 n.9.
- (6) 私的訴権が認められる法理の詳細は、島袋・前掲注(2)38頁以下; Note, *Private Remedies Under the Consumer Fraud Acts: The Judicial Approaches of Statutory Interpretation and Implication*, 67 Nw. U. L. REV. 413, 430 n.85 (1972) 参照。
- (7) *Fine v. American Solar King Corp.*, 919F.2d 290, 294 (5th Cir. 1990).
- (8) *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975). 本件の紹介および解説が、島袋〔1977-2〕アメリカ法305頁以下にある。
- (9) *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976). 本件の紹介および解説が、島袋〔1977-2〕アメリカ法311頁以下にある。
- (10) *Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680 (1980). 本件の紹介および解説が、森田章〔1982-1〕アメリカ法103頁以下にある。
- (11) *Santa Fe Indus., Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977). 本件の紹介および解説が、江頭憲治郎〔1979-1〕アメリカ法175頁以下にある。

3 取引所法20A条

第2巡回区控訴裁判所は1983年 Moss 事件判決⁽¹⁾で、大略以下の理由により不正流用説に基づく民事責任の追及は認められないとした。①内部情報の不正流用者は、取引所取引をなす者に当該情報を開示する一般的義務 (a general duty between all participants in market transactions) を負っていない。してみれば、不正流用者に義務違反はなく民事責任は負わない。②証券を違法に買い付けた者に科す制裁のためだけに不正流用説に基づいて民事責任を負わせるのは、妥当でない。なぜなら、民事責任が認められれば内部情報を知らずに証券を売り付けた者に思わぬ利益 (wind fall recovery) が与えられる結果となる⁽²⁾。これにたいし下院エネルギー・通商委員会 (The House Energy and Commerce Committee) は、1988年インサイダー取引および証券詐欺規制法制定の基礎とされた報告書のなかでつぎのように述べている。「Moss 事件第2巡回区控訴裁判決のように、不正流用説に基づく民事賠償は認められないとする裁判例もある。このような結論は妥当でなく、インサイダー取引の同時取引者は私的訴権を主張できる旨の明文規定を設けるべきである⁽³⁾。」これをうけて新設されたのが、取引所法20A条である。同条は、つぎのように規定する。

取引所法20A条⁽⁴⁾

「(a)項 何人も重要で未公開の情報を知って証券の買付けまたは売付けをなすことが本法の規定や規則・レギュレーションに違反する者は、管轄権を有する裁判所に提起された訴訟でその違反とされる証券取引と同時に同種の証券を買い付けた (当該違反が証券の売付けによる場合) または同種の証券を売り付けた (当該違反が証券の買付けによる場合) 者にたいし責任を負う。

(b)項 (1)号 (a)項に基づいて請求される損害賠償金の総額は、違反の対象とされた取引で得られた利益または免れた損失を越えてはならない。

(2)号 (a)項に基づいて支払いを求められる賠償金の総額は、違反者の取引が本法21条(d)項に違反するとして証券取引委員会が提起した訴訟で裁判所が利益の吐出しを命じた場合には吐き出された利益の部分は減額される。

(3)号 何人も、本条に基づく責任を負う者を雇用しているという理由のみで責任を負うことはない。ただし、これをもって本法20条(a)項〔支配を行う者の責任に関する規定——筆者注〕に基づく責任も免れるものではない。

(4)号 違反とされる最後の取引日から5年を過ぎれば、本条に基づく訴訟の提起は認められない。

(c)項 何人も重要で未公開の情報を伝達することで本法の規定や規則・レギュレーションに違反する者は、当該情報の伝達を受けて(a)項に基づく責任を負う者と連帯してその者と同一範囲の責任を負う。

(d)項 本条の規定は、本法の定める要件を実現するもしくは本法の規定に基づく黙示の私的訴権を主張する訴訟を提起する権利について、本法の規定に基づく私的訴権を制限するもしくはこれに条件をつけるように解釈されてはならない。

(e)項 本条は、証券取引委員会もしくは司法長官が本法の他の規定に基づいて提起する訴訟をいかなる方法においても禁止もしくは制限するように解釈されてはならず、または制裁金や制裁金に関する命令を求める訴訟をいかなる方法においても禁止もしくは制限をしてはならない。』

注)

(1) Moss v. Morgan Stanley Inc., 719F.2d 5 (1983).

(2) *Id.* at 15-16.

(3) Friedman, *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, 68 N.C.L.REV. 466, 482 (1990).

(4) Sec. 20A. (a) Any person who violates any provision of this Act or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material, nonpublic information shall be liable in an action in any court of competent jurisdiction to any

person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has purchased (where such violation is based on a sale of securities) or sold (where such violation is based on a purchase of securities) securities of the same class.

(b)(1) The total amount of damages imposed under subsection (a) shall not exceed the profit gained or loss avoided in the transaction or transactions that are the subject of the violation.

(2) The total amount of damages imposed against any person under subsection (a) shall be diminished by the amounts, if any, that such person may be required to disgorge, pursuant to a court order obtained at the instance of the Commission, in a proceeding brought under section 21(d) of this Act relating to the same transaction or transactions.

(3) No person shall be liable under this section solely by reason of employing another person who is liable under this section, but the liability of a controlling person under this section shall be subject to section 20(a) of this Act.

(4) No action may be brought under this section more than 5 years after the date of the last transaction that is the subject of the violation.

(c) Any person who violates any provision of this Act or the rules or regulations thereunder by communicating material, nonpublic information shall be jointly and severally liable under subsection (a) with, and to the same extent as, any person or persons liable under subsection (a) to whom the communication was directed.

(d) Nothing in this section shall be construed to limit or condition the right of any person to bring an action to enforce a requirement of this Act or the availability of any cause of action implied from a provision of this Act.

(e) This section shall not be construed to bar or limit in any manner any action by the Commission or the Attorney General under any other provision of this Act, nor shall it bar or limit in any manner any action to recover penalties, or to seek any other order regarding penalties.

4 取引所法20A条と黙示の私的訴権

インサイダー取引をした者（以下、インサイダー）にたいし民事賠償を請

求しうる旨明定する取引所法20A条（以下、20A条）と、判例により認められているRuleに基づく私的訴権はどのような関係にあるのか。具体的には、インサイダーと同時期に証券取引をした者は20A条に基づく民事責任のみを追及できるのか——20A条の専占（preemption）——あるいはRuleに基づくそれも追及できるのであろうか。この問題に関する下級審の裁判例は、つぎのようである。

(1) 20A条の専占を認める裁判例

1990年 T. Rowe Price New Horizons Fund, Inc. 事件メリーランド州地裁判決⁽¹⁾は、大略つぎのような理由で20A条の専占を認める。①被告は20A条(d)項を根拠に、同条に基づく民事責任あるいはRuleに基づくそのいずれかを選択的に（alternatively）主張できるとする。しかし同項は、インサイダーと同時期ではない時期に証券取引した者にのみ適用される。②Ruleに基づく民事賠償が認められれば、被告がインサイダー取引で得た利益を越える賠償額の支払いを要求されるケースもある。これは、賠償額の上限を被告が得た利益に限定する20A条の趣旨⁽²⁾に反する。

(2) 20A条の専占を認めない裁判例

① 20A条とRuleの重畳適用を認める裁判例

1993年 Neubronner 事件第9巡回区控訴裁判決⁽³⁾は、傍論ではあるがつぎのようにいう。(イ)1988年に新設された20A条は、同年11月19日以降になされた取引について適用される。(ロ)同条は、すでに認められている救済（existing remedies）にとって代わるものではない。なぜなら、同条はそれを明定していない。また、黙示の私的訴権もすでに認められている救済に含まれる⁽⁴⁾。

1994年 World of Wonder 事件第9巡回区控訴裁判決⁽⁵⁾も傍論ではあるが、前記 Neubronner 事件判決を引用してつぎのように述べ20A条専占の否定を示唆する。「インサイダーと同時期に証券取引をした者は、取引所法10条(b)

項に基づく私的訴権も主張できる。」1990年 Alfus 事件カリフォルニア州北部地区地裁判決⁽⁷⁾も傍論であるが「20A 条は、すでに認められている救済にとって代わるものではない⁽⁸⁾」とする。1993年 Colby 事件マサチューセッツ州地裁判決⁽⁹⁾も、同じく傍論ではあるが同様に結論する⁽¹⁰⁾。

② 20A 条と Rule の選択的適用を認める判決例

1992年 Storage Technology Corp. 事件コロラド州地裁判決⁽¹¹⁾は、大略つぎのような理由で20A 条に基づく民事賠償の請求と Rule に基づくそれを選択的に主張しうるとする。(イ)Rule に基づく民事賠償が認められれば、いわゆる支出 (out-of-pocket) 方式によって原告は実際に受けた損害を回復しうる可能性がある。(ロ)Rule に基づく私的訴権の成立要件は、立証できない。このような場合でもインサイダーと同時期に証券取引をした旨の立証がなされれば、原告は20A 条に基づく民事賠償を請求しうる。(ハ)このように両規定の意図する私的訴権はその内容を異にするから、取引所法20A 条あるいは Rule に基づく民事賠償の請求は選択的に認められるべきである。いずれの場合にも取引所法28条(a)項により実際に受けた損害を越えて原告は請求できないから、いわゆる超過賠償 (double recovery) の問題は生じない⁽¹²⁾。

20A 条の専占を認めない裁判例の主たる根拠は、以下にあらう。①20A 条はその(d)項で、同条の規定は Rule に基づく黙示の私的訴権を含むすでに認められている救済にとって代わるものでない旨を明定する。②インサイダー取引で損害を受けた投資者には、できる限り実際の損害額が回復されるべきである。これを実現するには、上限が限られている20A 条に基づく救済のみでは不十分である。これにたいし、20A 条の専占を認める裁判例の主たる根拠は以下にあらう。①不正に得た利益の範囲でインサイダーに責任を負わせることで、インサイダー取引を抑止する。他方、賠償額の範囲を限定することで思わぬ利益を得る者がないようにする。これらの点を考慮して、新設された20A 条の趣旨を考慮すべきである。②インサイダーと同時期に証券取引をした者は、20A 条のみの適用が問題とされる。これは、同条(d)項に抵触

しない。なぜなら、同項はインサイダーと同時期ではない時期に取引した者を想定しているからである。

このように、取引所法20A⁽¹³⁾条とRuleに基づく黙示の私的訴権との関係は未だ明確にされていない。最高裁判所の判断が待たれる。

注)

- (1) T. Rowe Price New Horizons Fund, Inc. v. Prelez, 749F. Supp. 705 (D. Md. 1990).
- (2) *Id.* at 709-10.
- (3) Neubronner v. Milken, 6F. 3d 666 (9th Cir. 1993).
- (4) *Id.* at 669 n.5.
- (5) In re World of Wonder Sec. Litig. 35F. 3d 1407 (9th Cir. 1994).
- (6) *Id.* at 1427.
- (7) Alfus v. Pyramid Technology Corp., 745 F. Supp. 1511 (N. D. Cal. 1990).
- (8) *Id.* at 1522.
- (9) Colby v. Halogic, Inc., 817F.Supp, 204 (D. Mass. 1993).
- (10) *Id.* at 215-16.
- (11) In re Storage Technology Corp. Securities Litig. 804F.Supp. 1368 (D. Colo. 1992).
- (12) *Id.* at 1374.
- (13) 「同時期に (contemporaneously)」や「同種の証券 (securities of the same class)」の意義等、20A条については検討が必要とされる多くの問題が残されている。Chmiel, *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988: Codifying A Private Right of Action*, 1990 U. Ill. L. REV. 645 は、上記の意義に関する定義規定が取引所法に明定されるべきであるとする。

Ⅲ 因果関係の意義と損害因果関係の立証

1 因果関係

前記でみたように、1988年に新設された取引所法20A条は私的訴権を明定する。民事賠償を請求する原告は、インサイダーと同時期に証券取引をした旨の立証をすればよい。すなわち同条は、インサイダー取引とそれによる損

害の因果関係に関する立証を要求していないといえよう。これにたいし Rule に基づく民事賠償が認められるためには、因果関係の立証が要求される。インサイダーにたいする民事責任追及の多くは、Rule に基づいてなされる。したがって、インサイダーに民事賠償を請求するには因果関係の立証が必要とされる。当該因果関係には、取引因果関係 (transaction causation) と損害因果関係 (loss causation) があるとされている。

(1) 取引因果関係

インサイダー取引がなされなければ、損害は生じていない。このようなことがいえれば、同取引と損害の間に取引因果関係があるとされる。いわゆる “but for” 基準を満たせばこれが認められるとされる取引因果関係は、不法行為法における事実上の因果関係 (causation in fact) に相当するといえよう。ところで、信頼 (reliance) と因果関係は Rule に基づく私的訴権に関するそれぞれ別個の成立要件とされている。しかし1988年 Wilson 事件第2巡回区控訴裁判決⁽¹⁾が「取引因果関係とは、当然に (simply) 信頼を意味する⁽²⁾」というように、信頼の立証は取引因果関係の立証を意味すると一般に解されている。

(2) 損害因果関係

裁判所は従来、Rule に基づく民事賠償の請求における因果関係の内容についてとくには言及してこなかった。しかし第2巡回区控訴裁判所は、1974年 Schlick 事件判決⁽³⁾で当該因果関係を取引因果関係と損害因果関係に分けて考察するのが適当であるとした。合併比率が不適正であるとされた同事件判決で、第2巡回区控訴裁判所は以下に示す両因果関係の立証を要求した。①「不実表示あるいは重要事実の不開示が原因で、経済的損害 (economic loss) が生じた」とする損害因果関係。②「本件で問題とされている被控訴人 (被告) の取引所法違反行為が原因で、控訴人 (原告) は本件で問題とさ

れている証券取引をした」とする取引因果関係⁽⁴⁾。このように同事件判決は、因果関係には取引因果関係と損害因果関係があるとした。インサイダー取引を例に後者を説明すれば、つぎのようになる。すなわち、インサイダー取引と投資者の受けた損害の間に因果関係があれば、損害因果関係があるとされる。損害因果関係は、“proximate cause”あるいは“legal cause”とほぼ同様に理解されている。同事件判決以後、下級審裁判所の多くが損害因果関係についても考慮して判決をしている⁽⁵⁾。

最高裁判所は、損害因果関係について未だ言及していない。たとえば1988年 Basic 事件最高裁判決⁽⁶⁾は「被告の詐欺と原告に生じた損害との間に因果関係があれば、信頼があったことになる⁽⁷⁾」とする。このように、最高裁判所は因果関係については私的訴権に関する他の成立要件のなかで考慮しているにすぎない。もっとも1991年 Control Data 事件第8巡回区控訴裁判決⁽⁸⁾のように、Basic 事件最高裁判決は信頼の立証が取引因果関係の推定をもたらす旨の解釈を示したとする下級審の裁判例も散見される。これにたいし、1997年 Robbins 事件第11巡回区控訴裁判決⁽⁹⁾のように、信頼の立証で取引因果関係の存在が推定されても損害因果関係は推定されないとしてこれを否定する下級審の裁判例も少なくない。

このような状況をふまえ、1995年私的証券訴訟改革法により新設された取引所法21D条(b)項(4)号は損害因果関係の立証を要求する。同号は、つぎのように規定する。「本法に基づく私的訴訟において、原告は以下を立証しなければならない。すなわち、本法に違反するとされる被告の作為あるいは不作為が原因で損害が生じたこと⁽¹⁰⁾。」

取引因果関係・損害因果関係というコンセプトは、連邦証券関係諸法にその起源をもつものではない⁽¹¹⁾。Ruleが制定されてからしばらくは解釈の参考とされていたコモン・ローにおける詐欺において、信頼はその成立要件である。しかし、proximate causeはそうでない⁽¹²⁾。コモン・ローにおけるネグリジェンスが問題とされるケースでのみ、これらのコンセプトが有益とされる⁽¹³⁾。

このように、損害因果関係については今後に検討を要する多くの問題をかかえているといえよう。

注)

- (1) *Wilson v. Ruffa & Hanover P. C.*, 844F.2d 81 (2d ed. 1988).
- (2) *Id.* at 86.
- (3) *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*, 507F.2d 374 (2d Cir 1974).
- (4) *Id.* at 380.
- (5) *Escoffery, A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10B-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 ("PSLRA")*, 68 *FORDHAM L. REV.* 1781, 1794 (2000).
- (6) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988).
- (7) *Id.* at 243.
- (8) *In re Control Data Corp. Sec. Litig.*, 933F. 2d 616 (1991).
- (9) *Robbins v. Koger Properties Inc.*, 116F, 3d 1441 (1997).
- (10) Sec. 21D(b)(4). In any private action arising under this Act, the plaintiff shall have the burden of proving that the act or omission of the defendant alleged to violate this Act caused the loss for which the plaintiff seeks to recover damages.
- (11) *Crane, An Analysis of Causation Under Rule 10b-5*, 9 *SEC. REG. L. J.* 99, 120 (1981).
- (12) *Escoffery, supra* note (5), at 1794.
- (13) *Ibid.*

2 損害因果関係の立証

1974年 *Schlick* 事件第2巡回区控訴裁判決以後、Ruleに基づく私的訴訟に関する下級審裁判例の多くが損害因果関係を考慮してきた。また1995年の改正で新設された取引所法21D条(b)項(4)号は、同法に基づく私的訴訟において損害因果関係の立証を必要とする旨規定する。このことから現在では、Ruleに基づく私的訴訟では損害因果関係の立証が必要とされる。そこで、損害因果関係があったとされるためにはどのような事実を示せばよいのかが問題となる。

損害因果関係の立証内容について言及したこれまでの控訴裁判決は、以下

のように大別できる。⁽¹⁾①詐欺的な証券取引で損害を受けたとして賠償金を請求する原告は、取引対象であった証券の取引後の価格と被告の詐欺との間に因果関係があった旨の立証が必要である（以下、多数説）。すなわち多数説は、被告の詐欺が原因で原告が証券取引をし、その結果として損害が生じた旨の立証を要求する。②被告の詐欺と取引した証券の価格が人為的に変化したこと（artificially altering）との間になんらかの関係がある旨を原告が立証すれば、損害因果関係があるとされる（以下、少数説）。すなわち少数説は、被告の詐欺と原告の受けた損害との因果関係に関する立証を必ずしも要求しない。

(1) 多数説

多数説は、さらにつぎの三説に分けられる。

① 直接因果関係説

直接因果関係説（direct causation approach）は、取引後に形成された証券価格が被告の詐欺によるものであるのを原告が立証すれば損害因果関係があったとする。すなわち同説は、間断のない「因果関係の連続」（unbroken “chain of causation”）の立証を要求する。

同説を妥当とする第11巡回区控訴裁判所は、1997年 Robbins 事件判決⁽²⁾でつぎのようにいう。⁽³⁾(イ)取引した証券価格は人為的な不当のつりあげによって形成された（artificially inflated）との立証だけで、損害因果関係があったとはいえない。(ロ)被告の詐欺がなんらかのかたちで直接または主たる原因となって、取引後の証券価格は形成されたと考えるのが相当である（some reasonably direct, or proximate way）。このような事実を原告が示してはじめて、損害因果関係があったとされる。(イ)第8・第9の各巡回区控訴裁判所が支持する少数説（後記(2)）は、妥当でない。なぜなら、少数説は信頼と損害因果関係は別の要件であるにもかかわらず同一のものと誤って理解しているからである。1987年 Campbell 事件第6巡回区控訴裁判決も大略つ

ぎのように述べて、同説を妥当とする。⁴(イ)原告は、信頼と損害因果関係を同一の要件と考えているがそれは誤りである。(ロ)信頼と損害因果関係は別のコンセプトであるから、取引後に形成された価格は被告の詐欺が直接または主たる原因であるとの立証がなされることで後者の立証がなされたことになる。

第5巡回区控訴裁判所も1981年 Huddleston 事件判決⁽⁵⁾で第11・第6の各巡回区控訴裁判決が示した上記の理由に加え、直接因果関係説以外の説(後記の②・③・(2))は投資者が受けたいかなる損害の賠償も認められることになる可能性もあり妥当でないとする。⁶第4巡回区控訴裁判所も、同説を妥当とする。⁽⁷⁾

② 予見可能性説

予見可能性説 (foreseeability approach) は、つぎのようである。すなわち、詐欺が原因で損害が生じたことについて被告は取引時に予見可能であった旨を原告が立証すれば、損害因果関係があったとされる。主として第2巡回区控訴裁判所が、同説を妥当とする。たとえば、1980年 Marbury Management 事件判決⁽⁸⁾はつぎのようにいう。すなわち、損害因果関係があったとされるには不実表示が原因で損害が生じるとの予見が可能であったと考えるのが相当である旨の立証が必要である。1997年 Blech 事件⁽⁹⁾ニューヨーク州南部地区裁判決も、「詐欺により証券の価格に変動が生じたのを被告は当該証券の取引時に予見可能であった⁽¹⁰⁾」として予見可能性説に基づく判決をした。

③ 損害発生説

証券取引の際に損害が生じるであろう事実について被告は開示せず、それが原因で実際に損害が生じた。これを原告が立証すれば、損害因果関係があったとされる。このように説明される損害発生説 (materialization-of-the-risk approach) を、第7巡回区控訴裁判所は1990年 Bastian 事件判決⁽¹¹⁾で妥当とした。また、1990年 Broderic 事件イリノイ州北部地区地裁判決も「[本件で問題とされた]投資によって損害が生じる可能性について被告の開示な

くして証券取引がなされ、その後には損害が実際に生じた場合には損害因果関係がある⁽¹²⁾」として同説に基づく判決をした。

(2) 少数説

多数説は、被告の詐欺と原告に生じた損害との因果関係に関する立証を要求する。これにたいし少数説は、両者の間になんらかの関連性 (connection) がある旨の立証がなされれば因果関係があったとされる。このように少数説⁽¹³⁾は、被告の詐欺と原告の損害との因果関係に関する立証を必ずしも要求しない点で多数説とは異なる。第8・第9の各巡回区控訴裁判所は、少数説を妥当とする。すなわち、第8巡回区控訴裁判所は1991年 Control Data Corp. 事件判決⁽¹⁴⁾で大略つぎのようにいう。「原告は規則10b-5に基づく私的訴訟で、被告の詐欺が直接の原因で損害が生じた旨を立証する必要はない。『両者になんらかの関連性 (“some causal nexus”)] があることを原告が示せば、当裁判所は損害因果関係があったと認定する。⁽¹⁵⁾」

第9巡回区控訴裁判所も1996年 Knapp 事件判決⁽¹⁶⁾で「被告の詐欺が原告の買い付けた証券の価格を人為的に変動させた旨の立証がなされれば、損害因果関係はあったものとされる⁽¹⁷⁾」として、同説を妥当とする。

3 検 討

(1) 多数説の検討

① 直接因果関係説

被告の詐欺が原因で、原告に損害が生じた。このような事実が立証されてはじめて、損害因果関係があったとする。第4・第5・第6・第11の各巡回区控訴裁判所は、このように説明される同説を妥当とする。同説は厳格な因果関係の立証を要求することから、多くのケースで被告は同説に基づいて損害因果関係は立証されるべきであると主張する (the most defendant-friendly approach)。立証内容が他の説と比較して最も厳格である同説は、

投資者保護を実現すべく制定された連邦証券関係諸法の趣旨に反すると批判される。これにたいしては、同諸法は投資者の受けたいかなる損害も賠償されること (insurance for investors) を意図したものではないとする。同説はまた、取引所法21D条(b)項(4)号が明定する損害因果関係の立証について最も適切であるとする。なぜなら、同条は請求の根拠が薄弱な私的訴訟 (frivolous private suit) を抑止すべく1995年に新設された。してみれば、被告の詐欺と原告の損害との間に明確な因果関係がなければ損害賠償請求は認められるべきではない。

② 予見可能性説

詐欺が原因で損害が生じることにつき、被告は取引時に予見可能であった。このような事実を原告が示せば、損害因果関係があったとされる。第2巡回区控訴裁判所が、このように説明される同説を妥当とする。多数説のなかでは要求される立証内容が最も緩和されており、多くのケースで原告は同説に基づいて損害因果関係は立証されるべきであるとする (the most plaintiff-friendly approach)。

③ 損害発生説

取引の際に損害が生じるであろう事実を被告が開示せず、それが原因で損害が生じた。このような事実を原告が示せば、損害因果関係があったとされる。このように説明される同説は、原告にとって立証内容が直接因果関係説よりも軽減されるが予見可能性説よりも加重される。

以上でみたように、三説は立証内容に相違がある。しかし、被告の詐欺と原告の損害に因果関係の存在を要求する点でこれらの説は共通する。してみれば、三説は必ずしも互いに相容れないものではない。

(2) 少数説の検討

少数説は、被告の詐欺と生じた損害の間になんらかの関連性 (some causal nexus) がある旨を原告が示せば損害因果関係があるとする。このよ

うに少数説は、両者の因果関係を必ずしも要求しない点で多数説と異なる。第8巡回区控訴裁判所は、同説を妥当とする。当初は直接因果関係説を支持していた第9巡回区控訴裁判所も、現在では同説を妥当とする。投資者保護の観点からは、立証内容が最も軽減されている少数説がすぐれているといえよう。しかし直接因果関係説にたいする批判はより一層、少数説にあてはまることになろう。

注)

- (1) 以下は、Escoffery, 68 FORDHAM L. REV 1781, 1797-809(2000)を参考にした。
- (2) Robbins v. Koger Properties, Inc., 116F. 3d 1441 (11th Cir. 1997).
- (3) *Id.* at 1447-48.
- (4) Escoffery, *supra* note(1), at 1800.
- (5) Huddleston v. Herman & Mac Lean, 640F. 2d 534 (5th Cir. 1981).
- (6) *Id.* at 549.
- (7) Carlton v. Franklin, 911F. 2d 721 (4th Cir. 1990) 参照。
- (8) Marbury Management, Inc. v. Kohn, 629F. 2d 708 (2d Cir. 1980).
- (9) Inre Blech Securities Litigation, 961F. Supp. 569 (S. D. N. Y. 1997).
- (10) *Id.* at 586.
- (11) Bastian v. Petren Resources Corp., 892F. 2d 680 (7th Cir. 1990).
- (12) Escoffery, *supra* note(1), at 1805.
- (13) “some causal nexus” approachともいわれる。
- (14) Inre Control Data Corp. Securities Litigation, 933F.2d 616 (8th Cir. 1991).
- (15) *Id.* at 619.
- (16) Knapp v. Ernst & Whinney, 90F.3d 1431 (9th Cir. 1996).
- (17) *Id.* at 1438.