

## 日本取引所グループ金融商品取引法研究会

### 米国のクラスアクション・代表訴訟の最近の動向 ー証券クラスアクションー

2016年4月22日（金）15:00～16:54

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

#### 出席者（五十音順）

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

## 米国のクラスアクション・代表訴訟の最近の動向

### —証券クラスアクション—

関西学院大学法学部教授

石 田 眞 得

#### 目 次

- |  |  |
|--|--|
| I. はじめに                                | 2. 米国の状況の概要  |
| II. 最近の最高裁判例 ～Omnicare 判決の検討～          | 3. SOX 法 308 条 a 項 (15 U.S.C. § 7246)  |
| 1. 事実の概要と判旨                            | 4. JPMorgan 事件の例 (In the Matter of JPMorgan Chase & Co., SEC Rel. No. 34-70458 (Sept. 19, 2013)) |
| 2. 検討                                  | 5. Fair Fund の利用実態   |
| III. SEC の公正基金 (Fair Fund) による投資家の被害救済 | 6. Fair Fund 制度の意義と課題  |
| 1. 我が国の状況                              | 討論   |

○山下 本日は、石田先生に「米国のクラスアクション・代表訴訟の最近の動向」ということで、証券クラスアクションについての最新の動向をご報告いただくことになっております。

石田先生、よろしくお願いいたします。

○石田

#### I. はじめに

関西学院大学の石田でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

本日の報告では、米国における最近の証券クラスアクションの動向として、不実の意見表示についての 1933 年証券法 11 条の責任が問われた Omnicare 最高裁判決と、被害者救済に関して 2002 年に導入された Fair Fund を取り上げることいたします。

前者の Omnicare 判決は、既に確定している事実

の虚偽記載ではなくて、意見表示の虚偽が問題となった事件であり、それが厳格責任を定める 11 条に基づいて追及された事件です。この判決の射程がどこまで及ぶのか定かではありませんが、とりわけミスリーディングな記載の責任について具体的な判示をしている部分が特徴的であり、我が国の金融商品取引法（以下「金商法」という）21 条などの民事責任規定あるいは 157 条 2 号に見られる「誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているとき」という部分の解釈の参考になるものと考えます。

#### II. 最近の最高裁判例 ～Omnicare 判決の検討～

##### 1. 事実の概要と判旨

###### (1) 事実の概要

Omnicare 社（以下「O社」という）は、介護施設の長期入所者のために調剤サービスを提供する

国内最大規模の会社です。2005 年 12 月、O 社は、普通株式の公募を行い、SEC に登録届出書を提出しました。本件で問題となった記載は次の 2 点です。

- ①我々は、他の医療サービス提供者との契約の定め、我々の薬剤提供者及び我々の調剤業務が、適用される連邦法及び州法を遵守していると考えます。
- ②我々は、製薬業者との契約の定めが、我々がサービスを提供する医療サービス制度及び患者に価値をもたらすこととなる法的かつ経済的に有効なものであると考える。

このような記載が登録届出書になされていました。

なお、O 社は、上記の法的意見に次のような警告を付していました。①の記載と同ページには、州が着手した製薬業者に対する何件かの法執行活動（enforcement actions）に言及し、調剤薬局への支払いに関する諸法は、将来、O 社の解釈及び適用とは異なる方法で解釈され得るとの警告がなされ、②の記載のそばには、連邦政府が製薬業者による薬局へのリベートについて重大な懸念を示していることを述べるとともに、このような値引きがなされなければ事業は難しくなるかもしれないとの警告が記載されていました。

2006 年 1 月、O 社の施設において、製薬業者からのリベートの受取りに関して複数の強制捜査が行われました。クラスアクションの主導的原告である Funds は、上記の公募に応じて普通株式を取得した者です。Funds は、O 社がキックバックを禁止する諸法に違反したことから、O 社の法令遵守についての上記①と②の記載が重要な虚偽記載に該当し、また記載が誤解をもたらさないために必要な重要な事実の記載を省略したと主張して、O 社及びその役員らを相手方として、1933 年法 11 条に基づき損害賠償を請求しました。

第一審の連邦地方裁判所は、O 社がその内容を実際に信じていなかった意見表示を行ったことを

Funds が主張していないとして、O 社による却下申立てを認めました（2012 WL 462551（E. D. Ky. Feb. 13, 2012））。これに対し、原審の第 6 巡回区控訴裁判所では、Funds は意見表示の客観的な虚偽を主張すれば足り、O 社の誰かが意見を信じていなかったことまで訴答・証明する必要はないとして、この点について地裁の判断を破棄する判決が下されました。

（2）本件原審の判断（719 F. 3d 498（6th Cir. 2013））

本件原審の判断について少し補足をしておきますと、原審が強調した点は、a）11 条が発行者につき厳格責任を課す規定であり、SEC 規則 10b-5 のように被告の欺罔の意図を訴訟要件としていないこと。b）Virginia Bankshares 事件の法廷意見もスカーリア判事の意見も、1934 年証券取引所法 14 条 a 項や規則 10b-5 の意見表明の要件としては異論がないとした上で、c）11 条は表示者の内心（state of mind）の立証を要求しないから、Virginia Bankshares 判決の主観的要件、すなわち表示者が表示の当時、その表示が虚偽であると知っていたことは、厳格責任を定める 11 条の要件として採用できない、というものでした。

これに対し、連邦最高裁判所は次のように判示して、原審の判断を破棄し、差し戻しとする判決を下しています。

（3）判決の要旨（Kagan 判事執筆）

レジュメの（イ）からまいります。

（イ）意見表示が事実表示の責任を生じさせ得る場合について

いずれの意見表示も一つの事実を明白にあらわしている。すなわち、表示者がその述べた考えを実際に有していることである。製品の品質についての CEO の表示（「私は、我々の TV が市場で利用し得る最高の解像度を備えていると考える」）は、その TV が 2 番目であることを当該 CEO が知っていたならば、事実、つまり自己の考えという事実に

についての不実の表示となるであろう。そして、法令遵守（「私は、我々の販売業務が合法であると考える」）についての表示も同様に、その会社が法を犯していると考えていたならば、内心の状態を偽って述べたことになるであろう。このような場合、発行者は 11 条の前半部分の責任を負うであろう。

さらに、CEO が「我々は競合他社が利用できない特許技術を用いているので、私は、我々の TV が利用可能な最高の解像度を備えていると考える」と述べた場合、かかる表示は、表示者の内心だけでなく、同社が特許技術を利用しているという基礎的事実をも述べていると理解し得る。よって、11 条の責任は、表示者が表明した考えを有しない場合だけでなく、提示した裏付けとなる事実が真実でない場合にも生ずるのである。

Funds が問題にする 2 つの文は、純粋な意見の表示である。Funds は、O 社が意見を誠実、正直に有していたかを主張していない。O 社の考えが誤りであることが判明したという Funds の主張は、それだけでは 11 条前半の責任を生じさせない。

（ウ）意見表示が事実についての誤解をもたらす表示となる場合について

表示が誤解を生じさせるか否かは、合理的な投資家の立場によって決せられる。合理的な投資家は、状況によっては、表示者がその意見をどのように形成したのかについての事実、換言すると、そのような見解を持つ表示者の根拠についての事実を伝えるものであると意見表示を理解するかもしれない。「我々は、我々の行為が合法であると考える」という法令遵守に関する簡単な例でいえば、弁護士に相談しないで発行者がそのような表示をするならば、その表示は誤解を生じさせるような不完全なものである。投資家は、結果的に法的意見が誤りとなり得ることは認識しているが、このような表明が何らかの意味のある法的な調査に依拠することを期待する可能性が高い。同様に、弁護士の反対の助言にもかかわらず、または連邦

政府の異なる立場を知りつつ、発行者がそのように表示をした場合、投資家は、発行者がその意見を信じていることだけでなく、その当時発行者が有していた情報に当該意見が完全に整合的であることを期待する。よって、登録届出書が、意見表示に関して発行者の調査や知識についての重要な事実を省略しており、かつ、それらの事実が合理的な投資家はその表示から受け取ることと矛盾する場合、11 条の省略の責任が生ずる。

合理的な投資家は、意見が相対立する事実の比較検討に基づくこともあると理解する。例えば、法令遵守についての意見を述べる際に、年上の 6 人の弁護士が承認したのに対し、若手の弁護士 1 人が業務の合法性について疑念を表明したことを開示しなかった場合、たとえ少数者の立場が最終的に正しかったとしても、その省略は誤解をもたらす意見表示とはしないだろう。合理的な投資家は、発行者が知っている全ての事実がその意見表示を裏付けることを期待していない。

さらに、省略が意見表示に誤解をもたらすものとするか否かは常に文脈に左右される。投資家は、SEC に提出される公式な書類である登録届出書に含まれる意見が、根拠のない、思いつきの判断を反映するものであるとは期待しないし、期待しないことは正当である。同時に、投資家は、事実であれ、意見であれ、間接的表現（hedges）や免責文言、そして明らかに矛盾する情報を含む全ての周辺の記載に照らして、書類の各表示を読む。そして投資家は、関係する業界の慣行や実務を考慮に入れる。11 条は、このような適切な読解と一致しない重要な事実についての省略に対してのみ責任を生じさせるのである。

（エ）意見表示への萎縮効果について

投資家は、その省略により、適正かつ文脈の中で記載を読む合理的な者にとって誤解を生ずる意見表示となるような、発行者の意見の根拠となる特定の（かつ重要な）事実、すなわち、発行者が行いまたは行わなかった調査や、発行者が有しま

たは有していなかった認識についての事実を明示しなければならない。これは投資家にとって小さな負担ではない。11条の省略の責任を免れるため、発行者は、意見の根拠を明らかにするだけで、あるいはその考えについての真の躊躇を明確にするだけで十分である。

(オ) スカーリア判事の一部同意及び結論同意意見

法廷意見は、私またはコモンローが考えるよりもはるかに多くの意見表示が追加の事実を伝えると考えているので、一部のみ同意する。

法廷意見の 11 条の省略条項の意見表示への拡大的な適用は、不実表示の広範な領域をつくり出し、実際にコモンローのルールと反対の結果を生ずる。裁判所は、合理的な投資家は登録届出書の全ての意見について合理的な根拠を正当に期待すると判示する。しかし、このような考え方はコモンローに合致しない。

少し飛びまして、最後の段落です。

意見表示が合理的な調査を暗示することを両当事者が知っていたとしても、調査の内容につき両当事者の意見が実際のところ異なる場合、話し手は、主観的に欺罔を意図していないならば、詐欺的不実表示の責任を負わない。

なお、トーマス判事は、具体的にさらに検討すべき点の判断は原審裁判所に委ねるべきであるという内容の結論同意意見を述べています。

## 2. 検討

### (1) 1933 年法 11 条の規定の概要

11 条は、登録届出書の虚偽記載に関する証券取得者に対する民事責任を規定しています。同条の責任対象者は、a 項各号に定められており、具体的には、発行者を含む登録届出書に署名をした者、取締役、会計士等の専門家、引受人がこれに当た

ります。どのような記載が責任を発生させるかについては、レジュメに以下のとおり英文で書いています。

… … registration statement, … … , ① contained an untrue statement of a material fact or ② omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, … …

①重要な事実についての虚偽の記載を含むこと、②記載しなければならない重要な事実または記載が誤解を生じさせないものとするために必要な重要な事実の記載を省略 (omit) すること、とされています。

11 条の責任では、発行者以外の者に認められているデュー・ディリジェンスの抗弁が発行者には認められていません。したがって、原告は、重要な虚偽記載または省略を主張・立証すれば足り、1934 年法 10 条 b 項で要求されるような被告側の欺罔の意図 (scienter) を主張・立証する必要はないというのが判例の立場です。この点で、11 条の定める発行者の責任は、絶対責任あるいは厳格責任と言われています (Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U. S. 683, 687 (1983))。

(2) 重要な事実についての真実でない表示 [判旨 (イ)]

[判旨 (イ)] では、意見表示が 11 条①の責任を生じさせる場合について論じています。法廷意見が注目したのは、11 条①の責任については、規定の文言上、「事実 (fact)」が用いられている点です。

そこで、[判旨 (ア)] では、言葉の意味においては「意見」と「事実」の違いがあるとした上で、[判旨 (イ)] において「意見」の表示が「事実」についての表示と言える場合を 2 つ挙げています。

第1に、a. 意見表示は、表示者がその表示した考えを実際に有しているという「事実」を示しているというものです。そこから、表示者がその考えを実際に有していないときは、①の責任が生ずるとされています。

第2に、b. 意見表示の中で意見の裏付けとなる事実を提示するものであるとき。判示では、特許取得済みの技術を用いたTVの例がこれに当たります。この場合、表示者の内心、つまり表示した考えを実際に有しているという事実と、特許取得済みの技術を利用したTVであるという2つの事実を含むということです。そして、その事実が真実でないときは、①の責任が生ずるとしています。裏付けと根拠だけに虚偽があった場合も、そのように考えているのではないかと思います。

本判決は、脚注2で、内心では表示したとおりのことを考えていなくても、結果的に表示内容が当たった、正確であった場合について言及しています。そこでは、このような場合に1934年法14条a項の責任を生じさせないと判示したVirginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U. S. 1083, 1095-96 (1991) 事件の判決を引用し、11条においても同様であるとして、①の責任は否定されると述べています。これは、11条においても、主観的虚偽だけでは責任は発生しないという趣旨だと思われる。

本件では、O社の表示した2つの意見は、裏付けとなる事実を述べていない単純な意見であるので、aの責任が問題となるところ、O社の考えがhonest、正直・誠実でなかったという主張をFunds側がしていないので、11条①の責任は生じないと結論づけました。

### (3) 重要な事実についての省略 [判旨 (ウ)]

次に、[判旨 (ウ)] では、意見表示が11条②の責任を生じさせる場合として、重要な事実についての省略について論じています。

#### (i) 11条①の要件との違い

法廷意見は、11条①の要件との違いに着目して、①は「事実についての表示 (statement)」であるのに対し、②の「表示 (statement)」は、①のように修飾を受けていないので、「事実」と「意見」の両方を含むものであって、事実や意見が誤解を生じさせないようにするために必要な重要「事実」の省略について責任が生ずると脚注4で述べています。

#### (ii) 合理的投資家基準の採用

そこでは、合理的投資家基準が採用されています。誤解をもたらす (misleading) か否か、合理的な投資家を基準として判断するというものです。したがって、文面上は正確であっても、合理的な投資家にとって事実を省略したことで誤解をもたらすような意見表示となっていれば、②の責任が生ずることとなりますが、それはどういう場合なのでしょう。

この点、O社は、合理的な投資家であれば、意見は内心を伝えるものにすぎないと考えるはずであり、表明した意見を確実なものとして理解しないはずだ、表示者が正直・誠実に意見を持ったのであれば免責されるべきだと主張しましたが、本判決はこの主張を斥けています。

#### (iii) 合理的投資家の意見表示の受けとめ方

最高裁判所として、(iii) (iv) のように具体的な判示をした点は注目すべきではないかと思われます。

法廷意見は、状況によって、合理的な投資家であれば、意見表示は意見形成についての事実や見解の根拠を伝えると理解するだろうと述べています。真の事実は違っているのに、それが提供されないなら、誤解をもたらすものとなる。そして投資家は、発行者が表示した意見を信じるだけでなく、表示された意見が表示の当時に有していた情報とかなり整合する (fairly align) 意見であると期待すると述べます。

このような整理の仕方が正しいのかどうかわか

りませんが、私の理解では、法廷意見が②の責任を生ずると考えているのは、次の2つの場合ではないかと思われます。

第1に、a. 意見表示に関する調査や知識についての重要事実を省略した場合、第2に、b. 合理的投資家が意見表示から受け取ることと当該事実が相反する場合です。aに書いたように積極的開示義務を課す趣旨であるのかは明確ではありませんが、そのような開示義務を課す考えであろうというように読み取りました。

本判決の評釈の中には、原告が誤解をもたらさないために必要な事実が欠けていることについて、発行者が気づいていたことまでは証明する必要はないという見解を主張するものがあります。

(iv) 上記 (iii) を検討するうえで留意すべき事項

さらに、法廷意見は、上記 (iii) を検討する上で留意すべき事項に言及しています。ポイントは2つです。一つは、合理的投資家であれば、a. 意見表示が競合する事実の比較検討・評価に基づくものであることを理解しているので、発行者の知る全ての事実が意見表明の裏付けとなっていることは期待しないということです。

もう一つは、b. 意見表示は文脈のなかで理解されるべきであるから、登録届出書はSECに提出される公式書類であるので、投資家は根拠のない思いつきの判断が含まれているとは考えないこと。これは11条では責任加重の要素となるというふうに考えているのかもしれませんが。さらに、間接的表現 (hedges) や断り書き (disclaimers)、明らかに矛盾する情報などを含むその前後の文の全てに照らして、合理的投資家は、全体の文脈から意見表示を理解するということです。

(4) 意見表示への萎縮効果 [判旨 (エ)]

この点は、被告O社の主張に対する反論です。まず、原告の立証負担は小さくないこと、そしてコモンローのもとでも、証人の意見表示に萎縮効

果が出ているとは認められないことを挙げています。

(5) 本判決の位置づけ

まだ本判決への評釈が少ない状況ですので、不明な点が幾つかありますが、疑問点も述べながら報告をさせていただきます。

まず、全体的に見て本判決は、「法令遵守」についての「意見」の虚偽につき、「11条」の責任を判断した事例であるということが出来ます。

(i) 11条①の責任について

本判決の[判旨 (イ)] に述べられた意見表示と11条①の責任について、意見表示が事実の虚偽記載となる場合があることは、本判決が初めて肯定したわけではなくて、連邦最高裁判決である Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U.S. 1083, (1991) 判決において、1934年法14条a項の文脈で肯定的判断が既に下されています。

そこでは、多数意見が「客観的証拠による証明なしに、信じていないこと (disbelief)、考えまたは動機の不開示だけでは、14条a項のもとで訴訟を維持する十分な根拠があるのか」という問題がある。我々は、信じていないことや動機の不開示それだけでは、14条a項のもとで要求される事実の要素を満たさないと判断する」と判示し、レジューメ7ページのスカーリア判示の一部同意意見は、多数意見の内容を補足する形で、「私は、法廷意見を、『取締役の意見では、これは株式の高い価値である』という表示は、実際には高い価値でなく、かつ、取締役がそれを知っていた場合に責任を生じさせるものと理解する。実際には価値は高くなかったが、取締役が誠実に (honestly) 高いと信じていたならば責任は生じない」と述べています。

a) Virginia Bankshares 判決の判示は、表示者の主観的虚偽、すなわち、そうであると信じていないことを表示したというだけでは訴訟の対象とならず、表示者の主観的虚偽と意見の内容に矛

盾する客観的証拠、すなわち意見で述べた対価の42ドルが実際には高い価値ではなかったという証拠があれば訴訟対象となるという趣旨であると解されているようです。

本判決は、11条①の責任について、意見表示が事実の表示となり得る場合があることを確認した上で、虚偽記載の責任が生じる要件として主観的虚偽と客観的虚偽を要求した点で、Virginia Bankshares 判決と立場は異ならないように思われます。「事実」だけではなく、「意見」だということになると、虚偽記載の判断において主観的虚偽性が考慮されるという違いがあるということが言えようかと思えます。

b) 学説では、Virginia Bankshares 判決の定式は、発行者の厳格責任を定める11条には整合しないという見解があります。下級審裁判例では、11条・12条の責任についても、Virginia Bankshares 判決の考え方を踏襲して、主観的虚偽と客観的虚偽の両方が認められる場合に限り、意見や考えの表示は虚偽記載責任を生じさせるとするものがあります。例えば、Fait v. Regions Financial Corp., 655 F. 3d 105 (2d Cir. 2011) 事件では、原告は、住宅市場及びモーゲージ市場の深刻な悪化の状況下で、のれんの額が過大計上されており、それとは異なる額を計上すべきであったと主張しましたが、第2巡回区控訴裁判所は、Virginia Bankshares 判決を引用しながら、2つの要件のうち、被告が表示の当時ののれんに関する表示を信じていなかったことを説得的に主張していないとして主張を斥けています。原告が少なすぎたと主張していた貸倒引当金についても、同判決を引用して、被告の意見につき主観的虚偽を主張していないとして、これを斥けました。

このような裁判例が多数ある一方で、本件原審は客観的虚偽のみで足りるとする考え方を示して、巡回区控訴裁判所の間で見解の相違が見られる状況でした。本判決により、11条①の責任に関しては、巡回区控訴裁判所間での対立が解消されたと言えそうです。

c) Virginia Bankshares 判決の示した要件は、その後、虚偽の意見表示を争う規則10b-5上の訴訟で採り入れられて、多くの下級審裁判所は、①表示者が実際に自己の表示意見を実際は信じておらず、かつ、②客観的に虚偽である場合に限って、意見表示が詐欺的であるという立場を採用したと言われます。ただし、少数の下級審裁判例には、明らかに Virginia Bankshares 判決の2要件を採用せずに、主観的虚偽のみを要求するものもあったと指摘されています。そこでは、予測や考えの表示には、①表示内容を誠実に信じていた、②その考えに合理的な根拠がある、③表示者が表示の正確性を著しく損なうこととなる不開示の事実について気づいていない、という3つの事実に関する黙示的表明が含まれるとして、これらのうちの1つが欠けていれば訴訟対象になると述べていました (In re Apple Computer Sec. Litig., 886 F. 2d 1109 (9th Cir. 1989) ; Kaplan v. Rose, 49 F. 3d 1363 (9th Cir. 1994))。規則10b-5も、虚偽記載について同様の文言を用いていますので、論者の中には、本判決の射程が1934年法10条b項にも及ぶものと広く捉えて、前述のような下級審裁判所の立場の対立が本判決によって解消されると指摘する見解があります。

d) Virginia Bankshares 事件でも、本件のTVの例でも、表示された意見の内容は、いずれ真偽が判明するものでした。学説では、例えば決定的でないデータに基づく医薬品と病状の関連に関する意見などのように、本質的に結論・結果が不確実にならざるを得ない、真実か虚偽か判明し得ない事柄もあるので、客観的虚偽には、意見の中で述べられた事項が明らかに虚偽である場合のほか、客観的に見て不合理であった場合も含まれるように解釈すべきであると主張する見解も見られます。

#### (ii) 11条②の責任について

本判決は、たとえ表示者が真に自己の意見内容を信じていたとしても、11条②の責任発生の可能



性が残ることを明らかにしたと評釈で述べられています。そして、ミスリーディングかどうかは、合理的投資家の観点から評価すると判示しています。

Sale 教授と Langevoort 教授の共著論文によると、＜発行者の免責＞に関して、本判決は、誤解をもたらす意見表示とならないよう、追加的情報提供が必要となる場合もあり得ることを示すものであり、この要件は新しいものであると評釈されています。同論文によれば、発行者は、意見を補強する何らかの事実を明示するか、意見が仮定的なものであることを明示する必要が生じ得るとして、本判決は、発行者が意見表示をする前に、その根拠やその存在・合理性に関する調査をしなければならないことを明らかにしたという意義を指摘されています。

＜原告の訴答＞に関しましては、合理的投資家の受けとめ方を変えていたような、意見の前提となった調査や認識を特定し、かつ、それが重要であったことを主張・立証しなければならないことは、原告にとってかなり厳しいと見られています。もっとも、一口に合理的投資家といっても、疑い深い目で明確な事項しか信用しない者もいれば、経営者を信用して間接表現が用いられている内容でさえも信用する者もいるわけで、複数の見方があるのではないかという指摘もなされているところです。

a) 本判決が 11 条の責任を論じつつ虚偽の意見表示について一般的な考え方を示したのか、それとも 11 条のみに限定した理解を示したのかは定かではないと思われます。

b) 学説では、厳格責任を定める 11 条のもとでは、上級役員が法律上のリスクを知っていたか、知らなかったかに関係なく、誤解をもたらす表示をすればそれで責任が生ずるのに対し、規則 10b-5 のもとでは、原告は被告の欺罔の意図を立証しなければならない点で、やはり違いがあると主張する見解があります。11 条のもとで責任②が問題になる場合、デュー・ディリジェンスによって登録

届出書の正確性確保が強化されている点は、合理的投資家はその意見表示をどう理解するかに影響するのではないかと考えられています。言い換えると、より確度の高い根拠や調査結果があると期待されるのではないかとということです。厳格責任、そしてデュー・ディリジェンスに基づく責任の目的は、組織内に散在する重要事実を収集させることにあるという Sale 教授と Langevoort 教授の見解によるならば、たとえ規則 10b-5 においても同様の基準を用いたとしても、11 条の責任との比較では、合理的投資家の部分の解釈で、表示者が行うべき調査や根拠の程度に違いが生じることになりそうかと思われます。

### (iii) Puffery Defense との関係

最後は、Puffery Defense との関係について簡単に述べさせていただきます。

楽観的意見の表示が意味をなさないほど曖昧である場合、それは「puffery (誇張)」として、法律上重要ではない (immaterial) ものと解されています。近年になって、裁判所が抗弁としての puffery を認めるケースがあると言われています。

例えば、「当社では品質が第一である。……」というようなプレス・リリースをしたものの、その製品の事故が発生したという場合です。下級審裁判例には、「かかる表示は、合理的な投資家であれば、利用可能な情報の全体的な主旨を著しく変更するものとみなさないであろう単なる誇張 (puffery) または誇大表現 (hyperbole) にすぎない。したがって、たとえミスリーディングであるとしても、重要ではない」(In re Ford Motor Co. Sec. Litig., 381 F.3d 563, 570 (6th Cir. 2004)) と述べて、責任を否定するものがあります。

ただ、puffery は意見表示と同じように、省略に基づく推論を生じさせるので、本判決は従来の puffery defense の範囲に影響を与えるのではないかという指摘がなされているところです。

### III. SEC の公正基金 (Fair Fund) による投資家の

## 被害救済

証券訴訟の目的は、違法行為によって被った投資家の損害を回復するという点にあります。ところが、被害回復が十分に行われない状況では、投資家の証券市場への参加意欲が低下する悪影響も生じかねません。我が国でも、証券取引の世界以外のところでは、例えば「組織的な犯罪の処罰及び犯罪収益の規制等に関する法律」で刑事裁判を通じて犯人から没収・追徴した資金を被害回復給付金として被害者に給付する制度や、最近では、「不当景品類及び不当表示防止法」において、被害者に返金措置を行った事業者に対して課徴金の額を減額するなどの立法があります。

### 1. 我が国の状況

金商法では、平成 16 年改正により、課徴金制度が導入されました。課徴金の法的位置づけは、違反行為の抑止のために一定の金銭的負担を課す行政上の措置であり、金銭的負担の水準は利得相当額とするものとされています。そして、課徴金は国庫に納付されることと規定されています（金商法 172 条～175 条の 2 「……課徴金を国庫に納付することを命じ……」）。

学説では、徴収した金銭が国庫に帰属することとは関係なく、違反者に金銭的負担をさせることで違反行為の抑止という目的は達成されるはずであるという見解が主張されています。学説の状況を見ると、投資家の被害救済が不十分なケースにおいて、徴収した課徴金を被害者救済に利用すべきであるとする見解、またはそのような制度の可能性を示唆する見解は少なくないように思われます。

被害者の救済を充実させるには、さまざまな方法があろうかと思います。本日の報告では、米国の 2002 年サーベンス・オクスレー（SOX）法により導入された Fair Fund 制度による投資家被害救済の手続、内容や課題を見ていきたいと思います。

### 2. 米国の状況の概要

米国では、SEC のエンフォースメント手段は多様であり、そのうち金銭的賦課を行うものとして、利得剥奪・吐出し（disgorgement）と民事制裁金（civil penalty）があります。利得吐出しは、不正に得た利益を違反者に保持させないことを主たる目的とするものであり、これによって違反行為の抑止を図ろうとするものです。しかし、利得吐出しだけでは十分な抑止効果が期待できないという理由で、従来、海外腐敗行為防止法違反とインサイダー取引規制違反についてのみ認められていた民事制裁金の制度が、1990 年証券執行救済及びペニースtock改革法により設けられました。民事制裁金は、自然人・法人のそれぞれにつき、違反行為を 3 類型に分けて、各違反に対する民事制裁金額の上限を定めています（1934 年法 21 条 d 項 (3) (B)・21B 条 b 項）。

利得の吐出金も民事制裁金も、これを被害投資家の損害の填補に用いることができる点で、我が国とは制度が大きく異なります。まず、米国では、SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 1301 (2d Cir. 1971) 事件判決において巡回区控訴裁判所として初めて、裁判所のエクイタブル上の権限により、SEC の利得吐出し及び返還（restitution）の請求が付随的救済の一つとして認められました。SEC が、インサイダー取引事件や他のポンジー・スキームのような悪質な詐欺的行為に吐出しを積極的に利用するようになったのは、1990 年改革法において、明文規定（1934 年法 21C 条 e 項）でもって SEC に吐出しを求める権限を与え、被害投資家に対する分配金に関する規則制定権限を与えてからであると言われています。なお、利得の吐出し額は、日本のように詳細なルールに基づいて算出されるわけではなく、違反行為と一般に関連する（casually connected）利得の合理的な概算額で足りるとされているようです。もっとも、SEC は、虚偽記載等を行った発行者に対して、当該発行者が証券の売付けをしていない場合、利得を特定することが困難であるため、吐出しを求めなかったと指摘されています。

その後、SOX 法 308 条の制定により、ある違反者に利得吐出し命令をした場合、同一人に課した民事制裁金を吐出金と合わせて Fair Fund に組み入れることが可能となりました。つまり、従来の吐出し基金にとどまらない、吐出金プラス民事制裁金の基金を設けることが可能になったわけです。利得額の算出が難しい場面やそうでない場面でも、実務では、民事制裁金を基金に組み込むため、利得額を名目的に 1 ドルにするケースがあったと言われています。2010 年 Dodd-Frank 法 929B 条は、SOX 法 308 条を改正して、かつて SEC が要望していたとおり、民事制裁金のみの Fair Fund 創設を許容するに至りました。SOX 法 308 条の制定まで、民事制裁金は抑止目的のエンフォースメント手段として位置づけられていましたが、同法以降は損害填補の機能をも有するようになったということができると思います。

補足となりますが、1990 年改革法では、連邦証券諸法・規則・レギュレーション・停止命令等の違反につき、SEC が、①裁判所への申立てにより、すべての違反者に対し(1934 年法 21 条 d 項(3))、または、②行政手続により、ブローカー・ディーラーや投資顧問等の一定の規制対象者に対してのみ民事制裁金を課すことが認められていました。その後、Dodd-Frank 法 929P 条では、②の適用対象者を「全ての者」に拡大しましたので、行政手続により、発行者や取締役らへの民事制裁金の賦課が可能となりました(1934 年法 21B 条 a 項(2))。

### 3. SOX 法 308 条 a 項 (15 U.S.C. § 7246)

308 条 a 項は次のように規定しています。「証券諸法に基づき委員会によって提起された裁判上もしくは行政上の訴訟において、委員会が証券諸法の違反について何人かに対する民事制裁金を得た場合、または、この者がかかるいずれかの訴訟の和解において民事制裁金に同意した場合、当該民事制裁金の金額は、委員会の申立てまたは裁量により、当該違反行為の被害者の利益のために設けられる吐出し基金もしくは他の基金に加えられ、

その一部となるものとする」。

具体的な手続は、お手元の資料の「SEC Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans (17 CFR 201.1100~201.1106)」に規定されています。その概要は次のとおりです。

①SEC は命令により吐出金及び民事制裁金をファンド創設に利用できる。

②被審人の金銭等の支払後 60 日以内に SEC 執行部門が分配プラン案を策定する。分配プラン案には、追加の金銭の受領手続、金銭の受領資格者の範囲、受領資格者にファンドの存在と受領資格がある旨を知らせる手続、請求と承認の手続及び請求の締切日、ファンドの終了予定日、ファンドの管理の手続、その他の事項を定める。

③係争中の事件については裁判所管理部署 (registry) または裁判所が指定する管財人への支払いを定めることができる。プランの管理コストから見て分配が正当化されない場合に吐出金及び民事制裁金を国庫に納めることを定めることができる。

④プラン案を SEC ウェブサイト等で公表する。

⑤プラン案公表から 30 日経過以降、SEC はその承認、修正、不承認をする。

⑥SEC は SEC の職員を含む何者かをプラン管理人に指名する。管理人が SEC の職員でない場合の管理サービス手数料の支払いに関する事項、管理の手数料・費用は原則としてファンドから拠出すること等を定める。

⑦上記④に際してコメントを提出できること以外、行政手続への参加やファンド創設の命令、プランの承認等について異議を述べることはできない。

②のように、まず、SEC の Enforcement Division が受領資格者や投資家の請求手続、ファンドの管理方法などを定めた分配プラン案というのを策定して、④のようにウェブサイト等で公表した後、SEC がこれを承認するという流れになっています。分配プランは、SEC によって指名されたプラン管

理人が行うものとされています。また、分配プランには、プランの管理コストから見て分配が正当化されない場合には吐出金及び民事制裁金を国庫に納めることを定めておくことができます。

4. JPMorgan 事件の例 (In the Matter of JPMorgan Chase & Co., SEC Rel. No. 34-70458 (Sept. 19, 2013) )

レジュメと順序が違って申しわけありませんが、JPMorgan 事件の例を先に見てみようと思います。

「PLAN OF DISTRIBUTION」の File No. 3-15507 を資料としてお付けしています。

この事件は、臨時報告書と四半期報告書においてクレジット・デリバティブ取引による損失の過少計上をする虚偽記載があったこと、それから開示統制・手続が有効でない旨の開示があったとして、2013 年 9 月に SEC が JPMorgan に対して違法行為の停止と 2 億ドルの民事制裁金を命じた行政処分事例です。

流れとしましては、2013 年 9 月に行政処分が下されて、2014 年 3 月に SEC が Fair Fund 創設を承認。同年 12 月に分配プラン案の公表とコメントを受け付け、2015 年 2 月に SEC が分配プラン案を承認したというものです。

#### 【分配プランの内容】

資料の 3 ページの A のところで、①ファンド管理者の設置について定めています (5～8)。それによると、外部の会社がファンド管理者となり、ファンドの管理、基金の分配にかかる費用は直接、被審人に請求するということになっています。

続いて、資料 6 ページの IV のところですが、A では、②資格者の特定方法、情報提供方法が定められています (12～21)。特に 12 番では、請求の有資格者を特定するために、管理者が被審人やブローカー・ディーラーなどから提供される取引記録や口座情報をもとに調査することが定められています。そして 14 番では、60 日以内に知れたる有資格者に郵送による通知を行うことや、ウェブ

サイトを立ち上げることが定められています。

8 ページの B ですけれども、22 番以降は、③分配請求の手続、有資格者の確定手続、有資格者への決定通知などに関する内容です (22～37)。

少し飛びまして 11 ページの C では、④具体的な有資格者の範囲、損害額の算定方法などが定められています (38～43)。15 ページの D に⑤支払代理人の設置 (44～49)、16 ページの E には⑥分配の手続があります (50～60)。そして、52 番に記載されていますように、分配額が基金の額を上回るときは、プロラタで配分するという方法をとっています。また、18 ページ以降では、⑦分配後のチェック不達等への対応 (61～67)、⑧ファンドの資金状況の報告等 (68)、⑨ファンドの終了に関する手続 (69～72)、⑩プランの変更 (73～74) などが定められています。

#### 5. Fair Fund の利用実態

それでは、レジュメの 12 ページの 4 に戻ります。

現在のところ、Fair Fund の年度ごとの利用状況などを継続して取りまとめた公的な統計資料は見当たりません。実施中の分配プランや終了したプランは、SEC のウェブサイトにも個別のプランごとに掲載されています。

#### 【SEC の公表したデータ】

まず、SEC が Annual Report の中で言及した数値があります。それによると、SEC が徴収した吐出金と民事制裁金の合計のうち、2006 年度には、国庫に 1 億 2,200 万ドル納付、被害投資家に 1 億 850 万ドルを分配、2007 年度には、国庫に 1 億 7,680 万ドル納付、被害投資家に 5 億 8,050 万ドルを分配しています。

#### 【Velikonja の分析】

続いて、Urska Velikonja 准教授のデータ分析を簡単にご紹介します。分析対象期間は、2002 年 7 月から 2013 年 12 月末までの状況です。

吐出金のみから成るファンド、被告が自主的に

設置した分配ファンド、創設されたものの分配が実施できないといった理由で閉鎖されたファンドは分析から除外されています。

①Fair Fund の件数と分配総額については、期間中、243 の Fair Fund が創設され、そのうちの143 件が裁判手続で、100 件が SEC の行政手続で創設されました。そして、SEC が求めた被害投資家への分配総額は 146 億 6,000 万ドルでした。

②Fair Fund の大きさに関しては、最大規模のものは、AIG の会計詐欺事件で創設された 8 億 1,650 万ドルのファンド、最小規模はインサイダー取引事件で創設された 2 万 4,959 ドルのものでした。

③243 件の Fair Fund の違反行為のタイプ別による内訳を見てもみると、ブローカー・ディーラー 51 件、インサイダー取引 15 件、投資顧問・投資会社 65 件、発行者の報告・開示 71 件、相場操縦 9 件、証券募集 21 件、その他 4 件ということです。発行者の報告・開示違反だけでなく広い範囲に及んでいることから、Fair Fund が、筆者が後で述べます Circularity の問題を生じる証券クラスアクションと似た制度であるという批判をかわそうと試みています。

④私的訴訟と Fair Fund の並行の状況につきましても、SEC が Fair Fund を創設した事例のうち、64.7%で連邦証券諸法に基づく私的訴訟が提起されています。発行者の報告・開示違反の事件では、創設された 71 件の Fair Fund の全てで私的訴訟が提起されていますが、被害投資家の総回復額に占める Fair Fund からの分配金の割合は 15.1%と小さいようです。なお、71 件の発行者の報告・開示義務違反のうち、発行者からの制裁金が Fair Fund に組み込まれていないのは 29 件ということです。発行者の報告・開示違反以外のタイプでは、Fair Fund による分配が唯一の損害填補となったものが 71.3%となっていて、筆者は、そのような違反類型の被害者にとっては有力な被害填補手段として機能していると評価しています。

2000 年代半ばに、プランの実施完了まで時間が

かかり過ぎているという GAO（米国会計検査院：U.S. Government Accountability Office）からの批判がありました。最近では、2015 年度の実績によると、約 8 割の Fair Fund・吐出しファンドで、分配プランの承認から 2 年以内に基金の 80%の分配を済ませているということのようです。なお、Fair Fund の分配完了時に残高がある場合は、それは国庫に納められるようです。

## 6. Fair Fund 制度の意義と課題

### （１）分配プラン実施の判断基準

SOX 法制定前の吐出しファンドについて、少額しか徴収できなかった場合や特定し得る被害投資家の数がファンドの額に対してかなり多い場合、SEC は裁判所に対し吐出金を国庫に納めるよう求めていると言われています。同法制定後も、規則 17 CFR 201.1102(b)では、分配の実現可能性や経済合理性が低い場合は、ファンドの基金を国庫に納めることを分配プランで定めておくことができると規定しています。

ただし、SEC は Fair Fund を必ずしも創設する必要はなく、その創設は SEC による裁判所への申立てまたは裁量に基づくものとなっていますので、どのような場合に国庫に納められ、どのような場合に分配プランが実施されるのかというより明確な基準は定かではないようです。

### （２）Circularity の問題

私的訴訟において、投資家の分散投資を前提にすれば、発行者の虚偽記載によって流通市場で取引を行った投資家は、全体的に見れば損をしていないので、そのような投資家に対する発行者の損害賠償責任を認めることは違法行為の抑止にならない、という富の循環（Circularity）の問題が有力に指摘されています。

同様に、発行者から徴収した利得吐出金・民事制裁金を Fair Fund を通じて被害投資家に分配する場合も、社会的に見て無駄な富の移転であるとして、Circularity の問題を指摘する有力な見解

が見られます。この点は、先ほどの Urska Velikonja 准教授の研究成果でも、発行者の報告・開示義務違反のケース 71 件で被害投資家に支払われた 63 億 4,000 万ドルのうち 51 億ドルが発行者の支払った金銭制裁によるものであり、その額を Fair Fund 全体で見ると、Fair Fund が被害投資家に分配した総額のうちの 35.2%に当たるとして、Fair Fund 制度が Circularity の問題を含んでいることを否定していません。

もっとも、SEC は、私的訴訟では認められない幫助者・教唆者への責任追及が可能であることから、これらの者や個人からの利得吐出金・民事制裁金を Fair Fund を通じて被害投資家に分配すれば、Circularity の問題に抵触しないで投資家の被害救済を補完することができると指摘しています。ただし、幫助者・教唆者や個人から損害填補に十分な救済資金を徴収できる可能性は高くないかもしれないという点では、実際上の問題として残ると思われます。

### (3) 私的訴訟と Fair Fund の重複

学説では、私的訴訟と SEC の執行訴訟・分配プランが並行することによって、被害投資家への損害填補のメカニズムが重複し、これに伴うコストの重複が生じ得ることから、両者は重複すべきではなく、その調整メカニズムが必要であると主張する見解があります。現在のところ、分配プランと私的訴訟の提起・結果を調整する仕組みは明確でないと言われています。論者の中には、両制度が並行する場合、SEC は多額の資金返還に時間をかける必要があるのかと疑問視する見解や、既に私的訴訟が利用可能となっている場合には SEC は損害填補を選択すべきでないという見解が見られる状況です。

SEC も裁判所も、並行する Fair Fund と私的訴訟による賠償が被害額を越えることとなる損害填補は否定しています。例えば、私的訴訟において、マーケットタイミングの被害投資家が SEC から Fair Fund を通じて受け取った金額を超える損害

を受けたことを証明していないとして、被告に有利な略式判決を下した事例があります (In re Mutual Funds Inv. Lit., 608 F. Supp. 2d 677 (D. Md. 2009) )。

なお、SEC の行政訴訟における同意審決では、分配プランに組み込まれる民事制裁金を支払ったことをもって、私的訴訟において賠償金との相殺を主張したり減額請求をしたりしないことに同意する旨の条項 (Penalty Offset) が盛り込まれています。最近の例では、SEC の行政訴訟の最終的なオーダーの中で、Penalty Offset 条項を盛り込み、さらに、「民事制裁金の抑止効果を確保するため」として、裁判所が私的訴訟で相殺を認めた場合、被審人は SEC にその旨を通知し、相殺された支払いの減額分を国庫または Fair Fund のために支払うことに同意する旨の条項も定められていることは、調整に関連する興味深い点です (前掲 JPMorgan の同意審決、In the Matter of TD Bank, N. A., SEC Rel. No. 33-9453 (Sept. 23, 2013) 等)。

### (4) 裁判所の関与

SEC が裁量により分配プランを設ける場合、分配プラン案は公表され、コメント期間を経て、SEC によって承認されます。そこでは、裁判所は関与しません。一方、SEC が申立てをして裁判手続で Fair Fund が創設される場合、裁判所は SEC の提出した分配プランを審査しますが、その場合の審査基準は、SOX 法制定前の吐出しプランについて採用されていた「公正かつ合理的」基準と同じであるようです。すなわち、プランが全体として公正かつ合理的であれば、どのような分配をするかについては SEC の経験と専門性が尊重されると言われています。例えば WorldCom の事件では、対象期間中の売買全体で利益が生じているものや、債券保有者のうち倒産手続で一般の無担保債権者の回復率に相当する 1 ドルにつき 36 セント以上の払戻しを既に受けた者などを分配プランの受領資格者から除外する内容のプランでありましたが、

裁判所は、Fair Fund の基金には限りがあり、SEC が経験と専門性をもって他の投資家の Fair Fund の利用可能性を考慮した結果であるから、その判断を尊重するとして、プランを承認しています (Official Comm. of Unsec. Cred., WorldCom v. SEC, 467 F. 3d 73, 82-83 (2d Cir. 2006) )。

#### (5) 発行者に対する民事制裁金

1990 年改革法以降、SEC の民事制裁金の賦課権限は拡大しています。民事制裁金は、公益に照らして課す必要があるか判断されますが、その際の公益性の判断要素としては、ALJ (行政法審判官) については、1934 年法 21B 条 c 項が規定しており、裁判所においても同項と類似の判断要素が採用されているようです (SEC v. Librand, 281 F. Supp. 2d 726, 730 (S.D.N.Y. 2003) )。

問題は、発行者に対する民事制裁金の賦課についてです。発行者から多額の民事制裁金を徴収することは、被害者救済に寄与するようにも思われます。しかし、一方では、発行者の何者かの違法行為により既に金銭的被害を受けた株主が、その後発行者に民事制裁金が課せられることによってさらに最終的な金銭的負担をするという「二重の犠牲」構造が生じ得るという問題です。SEC v. Bank of America Corp., 653 F Supp. 2d 507 (S.D.N.Y. 2009) 事件において裁判所は、Bank of America に対する 3,300 万ドルの民事制裁金は公正ではない、結局のところ同社の株主が負担するものであり、「犠牲者にさらに犠牲を強いる」こととなる点などを批判して、SEC が求めた行政制裁の同意判決を拒否したことがあります。

1990 年改革法の制定時、上院の銀行住宅都市委員会は、株主が違反行為の主たる犠牲者である場合、SEC が個々の違反行為者に対して民事制裁金を課すことを期待すること、そして裁判所は、発行者への民事制裁金を課すか否か、その程度を判断する際に、被害を受けた株主が最終的に負担することを適切に考慮し得ると述べて、このような問題への懸念を報告書で述べていました (S. Rep.

No. 337, 101th Cong., 2d Sess. at 17 (1990) )。

#### (6) 私的訴訟の代替手段としての Fair Fund?

Fair Fund は、私的訴訟を実際に利用しない、または法的に利用できないケースでの損害填補に意義が認められるという見解が主張されています。例えば、時価総額の比較的小さい会社に対する私的訴訟は提起されない傾向にあることから、SEC が行政執行を行って Fair Fund を通じて被害救済をすることは、私的賠償制度を補完する役割として意義があると言われています。また、前述のように、教唆者・幫助者に対する SEC の責任追及は、私的訴訟の及ばない部分であるので、これらの者から徴収した吐出金・民事制裁金を被害救済に用いることができる点にも、Fair Fund 制度の補完的意義が認められると言えそうです。

Fair Fund の大きなメリットであると指摘されている点は、私的訴訟とは違い、弁護士費用が分配可能な基金から差し引かれれない点です。例えば、私的訴訟の和解額が 500 万ドル以上の事件で、弁護士費用の和解額に占める割合は約 30% と言われています。弁護士費用が高額であることを考えると、その負担がないことの意味は小さくないと思われます。さらに、そもそも私的訴訟を提起しなくても損害填補を受けられるという点でも、被害投資家にとって魅力的なメリットがあると言えます。

Fair Fund による分配は、私的訴訟による被害回復にとって代わるものとなり得るのか。これについては、難しいと見るのが学説の大勢のようです。2002 年、吐出しファンドに民事制裁金を追加し得ることとなりましたが、それでも発行者の虚偽記載事例のように被害総額が巨額となる場合、私的訴訟の和解金、投資家の損失に対する和解金額の割合の中央値で言うと、2014 年は 1.9%、2015 年は 1.6% というように非常に少ない上、Fair Fund による填補額も被害額に比べてわずかとなる場合が少なくないことから、十分な被害救済とはならないであろうと考えられているようです。ま

た、SEC 自身も認めるように、SEC のエンフォースメント活動の資源に限界がある点からも、私的訴訟にとって代わるものとして期待することは難しいと考えられているようです。

学説の中には、損害填補を SEC の執行活動の主たる目的とすべきではなく、SEC は規制の発展や違法行為の抑止に努めるべきであり、被害投資家のために民事制裁金の徴収への取組みを強めると、SEC の執行案件の選択に歪んだ影響が生ずるのではないかと危惧する見解もあります。

以上、簡単ではございますが、米国の Fair Fund の状況と指摘されている意義や課題をご紹介します。証券クラスアクション全般についてご報告するものとなっていない点をおわび申し上げますとともに、大変雑駁な報告ですが、ご指導賜りますようよろしくお願いいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○山下     ありがとうございました。

ご報告は、大きく前半は Omnicare 判決について、後半が Fair Fund についてのご報告であったかと思います。議論を錯綜させないために、前半の Omnicare 判決についてまずご質問、ご意見をいただければと思います。いかがでしょうか。

### I. Omnicare 判決

#### 【意見とは何か、当事者の主張・立証】

○片木     直接のこの事件については、私はよくわからないのですけれども、今の例えば財務諸表について、その内容というのは、単なる事実の記述ではなくて、かなりの部分は経営者の将来に対する見通しというか、評価になるわけですね。貸倒引当金でもそうでしょうし、子会社の評価でもそうでしょうし、あるいは、例えば繰延税金資産でもそうであろうと思います。これが結果的に誤りであって、例えば子会社がつぶれてしまった、

あるいは貸付先が倒産したときに、当然、結果的に一種の虚偽記載になると。会社の経営者は、現在では会社自身も、注意義務違反はなかったということで免責が認められるわけですが、すると、実はこれを聞いていて非常にわかりにくかったのは、何が虚偽記載であって、何が無過失、過失がなかったということになるのか。つまり、そういう主観的要素が相当強いような項目において、虚偽記載というのは、結果的に会社がつぶれたら全部虚偽記載になるというのではなくて、いわば正当な根拠なく、例えば子会社の評価はこうである、あるいは将来的に利益が生じるだろうから繰延税金資産をつけますとか、この会社はある程度もつはずだからといって貸付について貸倒引当金を計上しなかったという、その時点から見て、明らかにこの時点での合理的に取得できる事実からすれば、この予想は不合理であったというのが虚偽記載で、そして、そういう不合理な判断をしたということについての無過失を立証するという、そういう作業になるということになるのでしょうか。

そうなってくると、原告サイドは、虚偽記載の事実を主張・立証するわけであって、被告サイドは、多くの場合には、自分が無過失であるということを立てる必要があるわけですが、原告の主張と被告の無過失の主張の境界線というのがどこにあるのかが、事案によっては非常にわかりにくくなるという気はしているのですが、いかがでしょうか。

○石田     最初に、のれんや引当金について、米国の裁判例を見てみますと、これは意見であると言われることが多いようです。幾つかの判決では、のれんとか引当金というのは客観的に決まらない価値に関する判断をしているのだと述べられています。そして、のれんや引当金は、ファクトではなくてオピニオンなのだ、ジャッジをしているのだと、そういう理由で意見として位置づけているようです。

それで、先生が最後に、合理的根拠がないのか、あるのかということについての無過失の話をされ



ていましたが、それは恐らく、本日の報告でいう11条②のほうの話に近い議論なのかなと思います。11条②の責任を追及するという場面においては、どれぐらい合理的な根拠を持っていたのか、どれぐらい調査をしたのかというようなことが問題になり得るのではないかと、Omnicareの判決から言うたというふうに読み取れると理解しています。

○片木　　ということは、原告サイドがそもそも虚偽記載であったということを主張する場合には、その主張の根拠となる事実といいたいでしょうか、どういう根拠でそういう判断をしたのかというのは、全部何らかの形で書類を取得して証明しなきゃいけないということになるわけですか。

○石田　　判決を読んでいますと、「投資家は発行者の意見の根拠となった特定かつ重要な事実、すなわち、発行者が行った調査または行わなかった調査、有していた知識または有していなかった知識についての事実を明示しなければならない。」と述べていることからみて、学説では批判的な見解もありますが、そのような重い負担が原告には課せられることになるのではないかと思います。

#### 【意見が法定の開示事項であった場合の責任】

○前田　　○社の事件では、会社が登録届出書に記載した法令遵守に関する表示の部分が、「遵守したと考える」という意見の形で表示されていました。このように意見の形で「何々と考える」という表示をするのか、それとも意見の形ではなくて、端的に「遵守しています」と表示するのか、それは開示の対象となる事柄によって決まってくるものなののでしょうか、それとも発行会社がどちらの表示をするかを選択できるものなののでしょうか。

○石田　　お答えになっていないかも知れませんが、本件の表示事項というのは、開示義務が課せられてはいない事項でした。ですので、どういう形で記載をするかというのは選べたと思うのです。法令遵守を「しています」であろうと、「していると思います」であろうと、発行者はどちら

を選択することもできたと思います。

○前田　　法定の開示事項であれば、発行会社が選択できるものではないのでしょうか。単に「何々と考えます」と書くだけで責任が軽くなるのは不合理だと思いますので。

○石田　　なるほど。ありがとうございます。

#### 【意見表示と注意文言】

○行澤　　本件では、○社は①、②の発行登録届出書に対し警告文言を付していたということですね。片木先生のご質問ともちょっと関連するのですが、いわゆる事実ではなくてオピニオンということにつき、たとえば将来予測ということがあります。将来私たちはこうなると考えます、と。それに対して、本件における文言というのは、現在私たちは法令遵守していると考えている、というのですね。ところで将来予測文言が不実表示になるかどうかという問題については、ご存じのように、Bespeaks Caution Doctrine等の一定の法理が発展しているのですが、本件のような警告文言を付すだけでは、11条が意見にも適用される以上、やはり免責されないということになるのでしょうか。

○石田　　Bespeaks Caution Doctrineの判例法理の中では、適切な注意文言を付しておけば、それは重要な虚偽の記載にはならないとして、虚偽記載の責任を免れるようにしています。本件では、このような警告文言があったということについて、恐らくこれは差し戻した後に議論になってくるとは思うのですが、判決の中で、ヘッジとかディスクレーマー、こういうのを総合的に見て判断すべきであるというふうに述べているので、こういった警告というのは無意味ではないのではないかと裁判所は考えているのだと思います。

○行澤　　無意味ではないということですね。ただ、それがどういう形で利いてくるか。特に石田先生が指摘された①のいわゆる主観的虚偽あるいは客観的虚偽のレベルで利いてくるのか、それともオMISSIONのほうの合理性に利いてくるのか、

そこはちょっとまだよくわからないということですかね。

○石田　そうですね、はい。

○行澤　わかりました。

○伊藤　今、行澤先生のおっしゃった警告文言のことは、基本的に差し戻した後はオMISSIONのほうを検討する文脈に含まれるように思います。この判決自体は、Funds のほうが実際に信じていなかったとは主張していないので、前半のほうはだめですと。他方で、後半のほうは、これを審議するために差し戻すと言っているようですので、基本的には、そちらで利くのではないのでしょうか。オMISSIONしていると、それはつまり、これは考えにすぎないということをもうはっきりと言っていますから、それを実際にそういう考えを信じていなかったと言うことは難しいと思います。

○行澤　わかりました。

#### 【金商法の「重要な事項」との比較】

○伊藤　この Omnicare 判決というのは、日本の金商法のこの辺の責任を考えるとときには、どういう形で参考にできるものなののでしょうか。日本の金商法の文言は、一般的に「重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているとき」という文言を使っています、最初から米国法とは文言が違うのですよね。「重要な事項」ですので、「ファクト」というほどは狭くないようにも思われます。どういう形でこの辺を参考にすべきなのかということについて、お聞かせ願えればと思います。

○石田　金商法 21 条などの民事責任規定では、今伊藤先生にご指摘いただいたとおり、「事実」という言葉と「事項」という言葉を使い分けています。ただ、この「事項」という言葉は、事柄という意味で捉えると、「事実」、過去に確定したものというよりは広い意味を含んでいると考えられます。Omnicare 判決では「意見」と「事実」がどういう場合に重なるのかという議論をしていま

したが、もし「事項」という文言に「意見」が含まれると考えることができるならば、私はそのように考えているのですけれども、Omnicare の(ア)のところで議論していたところは、少なくとも日本では議論する必要はないであろうというふうに思われます。むしろミスリーディングな部分についての責任を議論するときに、原告と被告の間でそれぞれどういう立証負担をするのか、どのような場合に免責が認められるのかという議論をするときに参考になる判決でないのかなと考えました。

#### 【発行者以外の者の相当な注意の抗弁との関係】

○松尾　最初に片木先生がお尋ねになったことですが、会計事項のうち評価というか見通しを含むようなものについては、日本でもやはり虚偽記載にあたるかどうかというところで問題とされるのでしょうか。そうすると、今般、継続開示に係る責任が過失責任化されたことで、やはり過失の有無の話が、発行会社との関係でも出てくるのですよね。虚偽記載該当性と過失の有無との切り分けはどうなるのかというのを知りたいのですけれども。

11 条の責任も、発行会社以外については、デュー・ディリジェンスの抗弁が認められていると思うのですけれども、それと虚偽記載該当性との切り分けはどうなのでしょう。意見にかかわるような記述で虚偽の記載はあったけれども、デュー・ディリジェンスの抗弁が認められるという余地はあるのでしょうか。

○石田　それは条文上、11 条 a 項に載る虚偽記載であれば、発行者以外の者について 11 条 b 項の免責が問題になるということですので、意見についても同じようにデュー・ディリジェンスの抗弁というのはあり得るのではないのでしょうか。

○松尾　具体的に考えますと、合理的な根拠に基づいていない意見で、結果的に虚偽だと認定されてしまったところに、さらにデュー・ディリジェンスの抗弁で免責が認められるというのは、どういうケースがあるのでしょうか。

○石田　例えば役員の免責の抗弁でしたら、私はよく調べました、十分な調査を行いました、だけれどもこの意見が虚偽であるということを知ることができませんでしたと、このような主張をして免責されることになると思います。

○松尾　ですけど、その前段階の虚偽かどうかのところで、その意見が合理的な根拠に基づいていないと、これは原告の側が立証責任を負うのですね。多分日本でもそうなるのではないかと思うのですけれども。それとデュー・ディリジェンスの抗弁として主張すべき内容はかなり重なってきそうな気もするのですが。

○石田　意見の場合は、合理的な根拠に基づいて意見表示をしたというところまで役員の調査義務が及ぶと。役員はそのことを抗弁あるいは反論として主張することになっていくのですね。

○松尾　といいますか、虚偽であるという立証と、私たちは相当な注意を用いたという立証がかなり重なってきてしまって、虚偽であるということを立てられてしまうと、事実上デュー・ディリジェンスの抗弁の余地はないのでしょうか。それともまた別の観点からあり得るのでしょうか。

#### 【虚偽責任が問題となる意見表示】

○行澤　その点の関連質問をよろしいですか。

先ほど石田先生は、日本の「事項」というのは広いから、米国のような議論をしなくてもいいということをおっしゃいましたが、その点はそのとおりで、当然、意見も虚偽表示の対象に含まれると解してよいと思うのです。ただ、判断の構造ですよね。意見が虚偽であるかどうかというのは、例えば先生のレジュメの7ページでも、規則10b-5でも、それが詐欺的であるかどうかということを考える場合には、主観的に信じていないことを言っているから、言っていることが違っていたという仕方判断しているわけですね。そこには、基本的にあまり合理的根拠とかということとはかかわっていないように思うのですね。

そうすると、私なりの切り分けですけれども、

今の松尾先生のご質問との関連で言うと、虚偽かどうかという点で見れば、やはりその人が本当には考えてもいない、信じてもないことを表示して、しかもそれは事実ではなかったということになれば虚偽ですよ、と。ただ、その際にミスリーディングであることを防ぐべく合理的根拠をきちんと調査したかどうかということが何かデュー・ディリジェンスにかかわってくるという、そういう判断の仕方を、まさに本日ご紹介されたOmnicare ケースなどを応用して、定式化できないのかなという印象を持ったのですけれども、どうでしょうかね。

○伊藤　今の点ですが、合理的な根拠がなければ虚偽になるかどうかは、それは意見と言われることが具体的に何なのかによると思うのですね。会計の処理の方法に幅があるような場合とか、将来の予測が入ってくるような場合については、私はこう思っているというだけではやはりだめで、何らかの合理的な根拠に基づいてこの処理をとっていますということが、虚偽にならないために必要ようにも思います。でも、そういうのではなくて、本当に純然たる意見を述べているものというのがあるとしたら、それは合理的な根拠という話にはならないようにも思います。やはり、意見ということで思い浮かべる内容によるのではないのでしょうか。具体的な記載事項を考えて、それごとに考えなければいけないように思います。

○松尾　私が考えていたのは、三洋電機の子会社株式評価のような事例で、子会社株式の価値が下がっていて、回復の見込みがあるかどうかというところで、会社は回復の見込みがあるだろうと考えて減損処理をしなかった。ところが、結果的には回復せずに処理しないといけなくなって、さかのぼってみれば、あの時点で減損処理をしないといけなかったというケースは、多分片木先生がおっしゃったことの典型例かと思います。そのときに、日本の場合は、減損処理しないということについて何か付加的な記載というのは要らないのですよね。

○片木 あれはたしか平成 17 年改正前商法で無過失責任を前提に虚偽表示はないという……。

○松尾 あの事件は結果的には、その部分は虚偽だったとされたのですけれども、回復可能性があるかないかをどう判断したかという根拠を開示しろということまでは求められので、そうすると、ある意味、意見だけ述べているようなものになるのですかね。

○伊藤 むしろ、それは意見というものでないように思います。評価が入ってくる事実なのだけでも、やはりそれは合理的な根拠に基づく評価を行わなければいけない事柄ですので、例えばこの Omnicare 判決で問題になっている意見とは、ちょっと違うように感じます。

○松尾 先ほどの石田先生のご回答の中では、会計事項も意見の方に振り分けられているということだったので。

○伊藤 なるほど。

○松尾 もちろん、日本ではそのように解する必要はないということは、そのとおりだと思うのですけれども。

○加藤 Omnicare 判決について、自分の理解が正しいのか確認したいのですけれども、先ほどの松尾先生の例をお借りして、例えば「減損しません」という情報開示は、「減損する必要はありません」という意見ですよね。そういった意見を受けた投資家は、会社がそのような判断をしたのであるから、多分その前提として合理的な調査をしているだろうということを期待するはずだと。この場合、会社が合理的な調査をしていなかったら、それはミスリーディングなステートメントになる、このような理解でよろしいでしょうか。

○石田 おっしゃるとおりです。

○加藤 わかりました。

一点、金商法ではないのですけれども、関連するように感じたのが、シャルレの MBO に関する株主代表訴訟で問題となった情報開示義務の話です。情報開示義務違反が問題とされたのは、MBO について弁護士事務所からアドバイスを得ているとい

う内容の情報開示であったと思います。ただ、弁護士事務所から MBO が公正な手続で行われたというお墨付きのようなものはもらえなかったという事案です。第一審では、弁護士事務所からアドバイスを受けていますと開示したことが情報開示義務違反に該当すると判示されました。アドバイスを受けている以上、弁護士事務所は公正な手続で MBO が行われたとのお墨付きを与えたのだろうと投資家が考えるのが当然だったということかと思えます。ところが控訴審では、情報開示義務違反は否定されたわけです。M&A の場合でも、投資家は会社などが開示した意見を見たときに、これは先ほど伊藤先生がおっしゃったとおりですが、それは合理的な根拠に基づく意見だと思う場合とそうではない場合とがあるのだと思います。このように、シャルレの MBO に関する株主代表訴訟と本日のご報告には何か関連することがあるように思ったのですが、もし何か石田先生にご意見があれば伺いたいと思って質問させていただきました。

○石田 投資家が合理的に何を期待するのかというようなところでは、話は共通するかと思います。合理的な投資家であれば、そのようなアドバイスを受けていますという記載を重要な記載と考えて何らかの根拠があるはずだというように考えるでありましょうし、本日の話でも同じように、合理的な投資家であればどう考えるかという視点から、虚偽というかミスリーディングを判断しましょうという点では共通しているかと思います。

#### 【Omnicare 判決の位置づけ】

○黒沼 皆さんの議論を聞いていて思ったのですが、本判決は、純粋な意見の表示については、厳格責任は実質的には過失責任と同じになっているというふうに言ったものなのか、それとも、先ほど来議論をしているように、虚偽表示というふうに認められたら、無過失であるということとを証明する余地がないとするならば、その両者は違うことになるわけですよね。本判決の意義としては、この点はどちらなのですかね。

○石田 いや、それはわかりません。厳格責任であるとかという言葉を使っているが、何か過失責任に近いような責任を発行者に課しているようにも読めたのですけれども、そういう見方は間違っているのでしょうか。

○黒沼 いや、判決に書いてあることから多分読み取れないとは思いますが、記載が虚偽であるために、原告の側で立証をしなければならぬ事実を言ったときに、なおそれでも被告の側で、取締役なんかはデュー・ディリジェンスをしていれば責任を免れるような場合に、なお発行者が責任を免れる余地があるかという形で問題にはなると思います。ただ、この判決からは、それはどう読み取れるかはよくわからないなあというのが、皆さんの議論を聞いていての感想です。

## II. SEC の公正基金 (Fair Fund)

### 【Fair Fund の分配を受ける者の特定】

○山下 よろしいでしょうか。それでは、後半の Fair Fund のほうについてもご自由にご意見、ご質問をいただければと思います。

○船津 制度の理解の確認のためにお聞きしたいのですが、Fair Fund で分配を受けられる者というのは誰なのかという質問です。虚偽記載であるとか、あるいはとりわけインサイダーの場合、どういう人なのかということをお聞かせいただければと思います。

○石田 インサイダー取引の場合、たしか同時期に反対の売買をした者を被害者とするという規定があったと思います(1934年法20A条)。虚偽記載のケースなどでは、被害投資家を確定しにくいので、まずその受領資格のある被害者の特定作業といいますか、確定作業からプランの管理者が行わないとならないようです。ただ、それは非常にコストがかかるので、幾つかの分配事案では、SEC の分配プランをそのままクラスアクションのほうに統合して分配を行っているようです。そうすると、クラスアクションの結果で、それぞ

れ誰が被害者であるかということも決まってくるので、そのルートを使って特定作業を行うということもあるようです。一方、本日ご紹介しましたケースでは、まさにそれぞれに通知を出して、この人は資格があるかどうかとか、それからウェブサイト載せてプランを紹介するというようなことをやって特定作業を行っています。

### 【発行者への民事制裁金による株主の二重の犠牲】

○船津 その関係で、16 ページで二重の犠牲の構造が生じると書かれておられるのですが、それは、被害を受けたけれども、どうしてもファンドで分配を受けられない株主がいるから二重の犠牲が生じると、そういうことになるのでしょうか。

○石田 それは分配をする前の段階までの話だと思います。つまり、経営者の違法行為によって株主が損失を被る。その後、SEC から民事制裁金が課される。そうすると、会社のお金がさらに出て行く。これで2段階目の犠牲が生じると、こういうことを言っているのだと思います。

○船津 民事制裁金をファンドに入れるということであれば解決するのではないかという気がするのですが。

○片木 ただ、不実表示の前から株主である人は被害者ではないので、そのファンドのお金を会社から出させていたら、不実表示の前の株主はその分だけ損をすることにはなりますね。

○石田 1段階目の損害の話はどうなるのですか。

○片木 本来よりも高いお金で買わされた人は、まさにファンドで救済を受ける。そういう考えですよね。

○石田 はい。

○片木 恐らく二重の何とかと言っているのは、例えばその人が、仮に株主であり続けた場合に、本来よりも高い値段で株を買わされたと言って救済を受けても、それが会社の金であれば、結局その分だけその会社の株価は下がるわけですから、何の意味もないでしょうということを言いたいので

ではないかなと思うのですけれども。

○石田 この点は、レジュメでは省略しましたがけれども、SEC も、民事制裁金の賦課を発行者に行う場合は、1 回目の犠牲と、それから民事制裁金でさらに金銭を取ることが株主に対して過重な負担になっていないかという点に注意が必要であるということをステートメントで発表しております。

○北村 そうしますと、ここで言っているのは、全ての株主に負担となるということであって、この民事制裁金から救済を受けられる者と受けられない者がいるという問題ではないようですね。日本でも、発行会社から投資家である株主が損害賠償を得るということは、その他の株主から救済を得た株主へ富が移転するのだという議論がありますが、それと同じようなことを言っているのか、あるいは、救済を受けられない人と受けられる人がいるということ以前の問題として、発行会社に民事制裁金を課すことは株主全員に犠牲を強いるので抑制的に考えようということなのか、どちらなのでしょう。

○石田 どちらかというと後におっしゃったほうに重点が置かれていると思います。誰に還元するかとか、そういう話ではなくて、会社に金銭制裁を課する場合には、株主が二重に負担することがあり得るということに注意が必要だと、そういうステートメントだったと思います。

そもそも 2006 年のこのステートメントは、SEC の金銭制裁の透明性や一貫性、このようなものを確保するべきであるという SEC の考えによって発表されたものであると言われてしています。

○北村 わかりました。

#### 【ファンド創設の方法の違い】

○川口 Fair Fund の創設について、SEC が裁量によってできるものと、裁判所に命じて行うものがあるようなのですが、その使い分けはどうしているのでしょうか。また、そもそも、なぜ、このような 2 つの制度があり、また、効果として何

か違うものがあるのでしょうか。

○石田 その使い分けの理由は明らかではないです。実施状況を見ましたところ、件数がどちらかに偏っているというわけでもなく、似たような件数になっています。ただ、裁判所を通さずに SEC が行政手続でプランを設けると、裁判所の公正な基準というフィルターを通さずに SEC がプランを実施できるという点で違いがありますし、もしかしたら手続が迅速になるのかもしれませんが。

○黒沼 今の点は、行政手続による場合は SEC の裁量でできるけれども、利得の吐出し訴訟をしていたり、民事制裁金で裁判所に行ったりする手続のときは、裁判所の許可が必要という話ではないのですか。

○石田 裁判所に利得の吐出しや民事制裁金の申立てをする際に、その金銭をどうするかというのでプランを設置しますという申立てをして、そこで裁判所が審査をするということだと思います。

○川口 黒沼先生がおっしゃったのは、民事制裁金について、SEC が裁量でできるものと、裁判所に命じてやらせるものとの二つがあるので、これによって Fair Fund にも違いがあるのではないかということであったかと思いますが。

#### 【私的訴訟で救済されていないケース】

○洲崎 今のところにも関連するかもしれないのですが、レジュメの 13 ページの Fair Fund の利用実態の⑤のところで、発行者の報告・開示違反以外のタイプでは、Fair Fund による分配が唯一の損害填補になったものが 71.3% もあったとされています。とすると、発行者の報告・開示違反のタイプでは、私的訴訟で処理されるケースも多いということになりそうですが、その違いはどこから来ているのでしょうか。

○石田 発行者の報告・開示違反以外の事件というのは、たとえば、ブローカー・ディーラーに対する訴訟であったり、投資顧問に対する訴訟であったりというものが含まれています。大型の事件にならない、クラスアクションを起こすインセ

ンティブがあまりないというようなケースなのではないかと思います。

○洲崎 なるほど、わかりました。

#### 【日本との状況の違い】

○伊藤 レジュメの注 23 に記されていますように、日本の場合、課徴金を被害者に分配できるようにしたほうがいいという見解が多く主張されていますよね。他方で、注 37 に書かれているとおり、米国の場合、Fair Fund を通じた分配に批判的な見解も有力なようです。それで、ここがどのように違う背景なのですかけれども、これは、例えば米国であれば、民事制裁金の金額がそもそも大きいとか、米国の場合は日本よりもはるかに私的訴訟が盛んであるというあたり、つまり、米国であればもう民事制裁金と私的訴訟の調整を云々できるようなレベルにあるというところにあると考えればよいのでしょうか。

○石田 私が見た文献では、Fair Fund 制度を真正面から否定するような論者はいませんでした。おっしゃるように、日本とは違って、民事制裁金が多いことは制度の背景にあると思います。ただ、最後のところで幾つか挙げたような問題があるといった指摘がたくさんありまして……。

○伊藤 米国では、まさに問題があると言えるほどのレベルにあるということなのかなと思ったのです。日本は課徴金が少ないですし、訴訟は米国ほど起こってもいけませんので、割と素朴に被害者救済のためにもっとお金を回そうよという話もできるのかなと思いましたので。

#### 【ファンド創設の手続、ファンドの財源】

○龍田 Fair Fund が設定されるのは、裁判手続や SEC の審決など、正規の手続で吐出しが命じられた場合に限るのでしょうか。近頃は、正規の手続に入る前に、司法取引とか和解のような形で (pleading) 決着する事件が多いようです。そういうときも Fair Fund を設定して救済に充てているのではないかと想像しますが、そう考えて

よいのでしょうか。

最近はまだ内部通報によって摘発される例が多いようです。通報者には多額の報奨金が支払われるようです。そういう場合、違反者から取り立てたお金は報奨金に回すのか、まず救済に充てたうえで残りがあればそうするのか、そのあたりについて、もしおわかりでしたら教えてください。

○石田 1 つ目のご質問については、裁判上または行政上の手続で和解した場合も、ファンドの創設が可能となっています。ほかに、例えば刑事手続を行う際に、restitution を先に行って、そうやって被害者への救済を行っているというケースがあるようです。それは、分配プラン以外の制度として被害者に金銭を支払ったというケースのようです。

それから、自主的に分配プランというのを被告会社が設けて、SEC のプランにのっとらない形で被害者への救済を行うというケースもあるようです。これが 1 つ目ですけれども、よろしいのでしょうか。

○龍田 別のプランというのはどういうものなのでしょうか。インサイダー取引の場合ですと、その取引をした当事者から取り立てるのであって、会社は関係ないのではないのでしょうか。

○石田 被告会社が自主的に被害者への損害填補を行う。それを SEC の Fair Fund の制度ではない形で被害者への被害填補として先にやっておくということはあるようです。

ホイットルブローアーに関しては、民事制裁金をホイットルブローアーへの報奨金の基金に充当するという制度があったと思います。本日はちょっと調べておりませんので、そこはわかりません。申しわけありません。（注：通報者への報奨金は、Dodd-Frank 法 922 条により新設された投資家保護基金から支払われる (1934 年法 21F 条 g 項 (2) (A))。SEC が徴収した民事制裁金は、国庫に納付される例外として、SOX 法 308 条の公正基金に充当される場合と、投資家保護基金に充当される場合がある (1933 年法 20 条 d 項 (3) (A)、1934 年法 21 条 d

項(3)(C)(i))。投資家保護基金の残高が3億ドルを超えるまで、SECは徴収した民事制裁金、利得吐出金もしくは利息のうち、SOX法308条の基金に追加されないもの、または別の方法で被害者に分配されないものを投資家保護基金に預託することとされている(1934年法21F条g項(3)(A)(i))。なお、SEC“Fair Fund”の2015年度年次報告書106頁によると、同年末時点で投資家保護基金の残高は約4億ドルに達している。)

○川口 最後の点は、国庫に納めるのか、被害者に回すのか、どちらを優先するのかということにも関係しそうですね。国庫へ納めたら、そこから密告者にお金が支払われることが容易になりそうです。もっとも、両者の区別とありますが、棲み分けはどうなっているのでしょうか。ご報告では、実現可能性や経済合理性が低い場合は国庫に納めることを分配プランで決めておくことができるということでしたが……。あるいは、まずは、救済に充てることが第一で、は残ったお金は国庫に行く、そういう話なののでしょうか。

○石田 いや、その原則がどちらなのかがはっきりとわからなくて、どういう場合にファンドを設けているのか。それは余裕がある場合なのだけども、それでは、設けていない場合は余裕がないのかということ、そうとは言い切れないかもしれない。つまり、ファンド設置義務という形では定めていないので、ファンドを設置するか否かの判断基準が不明確だとか、よくわからないなという印象を受けました。

#### 【被害救済におけるSECの役割】

○舩津 レジュメの最後のところに、「損害填補をSECの執行活動の主たる目的とすべきではなく」と書かれています。ご存じだったらで結構なのですが、民事制裁金だけでファンドができるようになったりというような形で拡大をしているということがあると思いますけれども、SECとしては、損害填補の方向に行きそうだ、制度の趣旨が変わっていきそうだという話なのか、それとも、

あくまで抑止のほう为重点であり続けて、損害填補は副次的なものにとどまるのかというあたりはいかがでしょうか。

○石田 SEC自身は、2003年のレポートの中で、私的訴訟にとって代わるような制度にはなり得ないというようなことは述べています。ただ、そのような民事制裁金とかがたくさん取れるようになってきて、ファンドの財源が増えたことは確かだけど、そちらのほうへ傾斜していくのは、SECの本来のあるべき姿、規制機関としてのやるべき姿ではないのではないかとというのが、Black教授の批判です。

○松尾 損害の填補ということになりますと、当然、損害の基準にして制裁金の額を算定するという方向に行くと思うのですが、現在はたしか、被害の大きさというのは、民事制裁金を課すかどうか、あるいは民事制裁金の額を算定する際の一要素にはなっていましたけれども、必ずしも損害額を基準に制裁金の額を決めることにはなっていないと思うのです。

それで、インサイダー取引等も含めると、損害を填補するに足る制裁金が課されているケースが多いのか、それとも、填補されても一部ということなのか。足りないケースが多いとすると、結果的に一部填補に回っているけれども、填補が目的になっているとは、制度上は評価できないのではないかなと思うのですけれども。

○石田 被害回復額に占める割合で言いますと、15%ぐらいと言われているので、それぐらいの填補にしかならないということです。ただ、一方では、SECのFair Fundのみが救済資金となったという、そういう事例もありますので、全く焼け石に水かと言われると、そういうわけでもなくて、被害者にとって非常に有益な制度となっている場面もあるという評価ができると思います。

#### 【日本でのFair Fund制度の可能性】

○山下 先ほども言及がありましたが、10ページの注23で、日本でもこういう米国の制度を参考



にすべきであるというふうな見解を述べられている先生方の論文等が引用されているのですが、引用されている川口先生、黒沼先生、本日のご報告を聞かれてどんな感想でしょうか。（笑）

○川口　かなり前のことで……。 （笑） 当時、虚偽記載などがあった場合でも、民事責任の追及が難しい状況のもとで、有効な救済の方法がないのかということを考えていました。課徴金も国庫に入ってしまう、被害者の救済に直接には役立たないわけです。他方で、課徴金は国庫に入るものの、それは、監督官庁による、市場監視機能の強化に対するコスト負担を市場参加者として分担していると考えれば、一応の説明はつくのかもしれませんが。いずれにせよ、民事責任の追及が困難な状況で、何か打開策はないのか、そのような考えで、立法論として、投資者への損害賠償金に充てる制度の創設を提唱していたように思います。

○黒沼　私は、2010年ころにSECに調査に行ったことがあります。そのときにいろいろな話を聞いた限りでは、このFair Fundは非常にうまくいっているという印象でした。ただ、本日ご報告があつて、手続なんかも詳しくご紹介いただきましたけれども、日本でも同じようにすべきだというのは、言うのは簡単ですけれども、ファンドの分配プランをつくったり、実際に分配手続を執行したりするというのはなかなか大変なことで、SECや裁判所の監督がうまくいかなければマネジメントが非常に難しいなあという印象も同時に感じています。

○山下　ほかにありませんか。前半の判例のほうもよろしいですか。

それでは、若干早いですが、本日はこれで終了したいと思います。

石田先生、どうもありがとうございました。