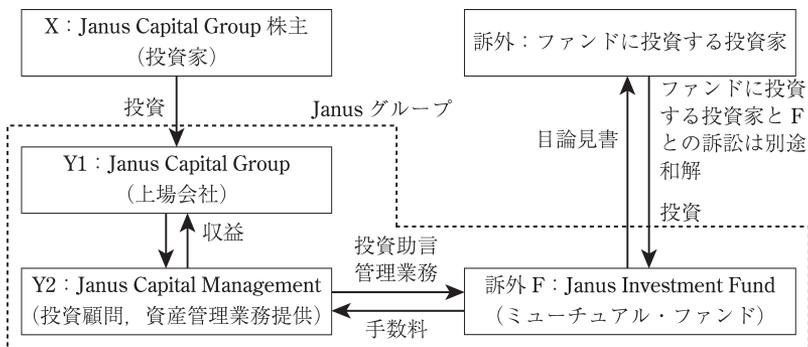


II 証券取引所法第10条 (b) 項における 虚偽記載の二次的行為者の責任

—Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders,
131 S. Ct. 2296 (2011)—

1 事 実



Y 1 (被告, 被控訴人, 上訴人) は, デラウェア州で設立された株式会社であり, その株式をニューヨーク証券取引所に上場していた。Y 2 は, デラウェア州で設立された LLC である。Y 2 は, Y 1 の完全子会社であり, 投資顧問及び管理人として, 傘下のミューチュアル・ファンドである訴外 F に投資助言を含む様々なサービスを提供していた。また, F の職員は同時に Y 2 の職員であったが, F の理事会の理事は一人が Y 2 と関連があるのみであった。法律は利害関係者が 60% 迄理事となることを認めていた⁽¹⁾。

F は, F に投資する投資家のために目論見書を作成していた。その中でマーケット・タイミング (market timing) と称する投資戦略に基づく取引を行わ

(1) Investment Company Act, 54 Stat. 806, as amended, 15 U.S.C. Section 80 a-10 (a); see also 15 U.S.C.A. Section 80a-2 (a) (19) (2009 ed. and Feb. 2011 Supp.).

ないことを表明していた。

2003年9月、ニューヨーク州の司法長官は、Y 1及びY 2に対して、「Y 2が運営するファンドがマーケット・タイミングに基づく取引を行う」との取り決めをしたと主張して訴訟を提起した。この訴訟が公表されると、Fに対して投資をしていた投資家はFから投資を引き上げた。Fはその運用総額に基づいてY 2に対して運営費用を支払っており、また、Y 2が受領する運営手数料がY 1の収益の相当部分を占めていた為に、Fの運用総額の減少は、Y 2の価値の減少となり、結果、Y 1の株価が25%近く下落した。

X (原告、控訴人、被上訴人) は、2003年9月3日時点でY 1の株式を保有する者で構成されるクラスを代表する者である。Xは、Y 1及びY 2を、取引所法10条 (b) 項⁽²⁾ 及び規則10b-5⁽³⁾ における第一次違反者として訴えた。

Xは、Y 1とY 2がFに投資信託の目論見書を頒布させ、公衆に供した、及び、その中にマーケット・タイミングに関する虚偽記載が存在した、と主張した。

メリーランド州合衆国地方裁判所は、請求の趣旨不十分を理由とする却下の申立て (failure to state a claim) を認めた⁽⁴⁾。同地方裁判所は、*Central Bank* 判決⁽⁵⁾ に基づき、取引所法10条 (b) 項から幫助 (aiding and abetting) の責任が生じないこと、及び、二次的行為者の責任が10条 (b) 項の訴訟原因を満たす場合にのみ認められること、を引用した。その上で、本件では、虚偽表示がY 1によるものとして帰属が特定されていない (not specifically attributed) ために⁽⁶⁾、Y 1について10条 (b) 項の訴訟原因を満たさないと判示した⁽⁷⁾。Y 2について、同地方裁判所は、10条 (b) 項の訴訟原因の一つである、証券の売買に「関連して」 (in connection with) という要件を満たさないと、責任を認めなかった⁽⁸⁾。

第4巡回区合衆国控訴裁判所は、10条 (b) 項の訴訟原因の一つである信頼

(2) 15 U.S.C. § 78j (b).

(3) 17 C.F.R. § 240. 10b-5.

(4) *In re Mutual Funds Inv. Litig.*, 487 F. Supp. 2d 618, 620 (D. Md. 2007).

(5) *Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A.*, 511 U.S. 164 (1994).

(6) *Mutual Funds Inv. Litig.*, 487 F. Supp. 2d at 621.

(7) *Id.* at 621 & n. 3 (citing *Gariety v. Grant Thornton, LLP*, 368 F. 3d 356, 369 (4th Cir. 2004)).

(8) *Id.* at 622-23.

要件について、信頼性を推定する市場に対する詐欺の要件の一つとして「被告が公に虚偽表示を行ったこと」を挙げた⁽⁹⁾。その上で、誰が虚偽記載を行ったかの明示の帰属表示が必要か否かについて、地裁と同じ判決を引用した上で、直接の帰属表示 (direct attribution) 又は実質的な参加基準を採用しないと明言し、「投資家は最終的には虚偽記載が被告に帰属するものだ (attribute)」証明しなければならないものの⁽¹⁰⁾、市場に対する詐欺理論を用いる訴答の段階では、「投資家は、被告が記載に関して責任を負っていることを知っていたと推定される」ことを主張すれば足りると述べた⁽¹¹⁾。この基準を本件に適用し、控訴裁判所は、Y 2 の一次的行為者としての責任を認めたものの、Y 1 の一次的行為者としての責任は認めなかった。最高裁判所は裁量上訴を認めた⁽¹²⁾。

2 争点

投資顧問 Y 2 が、投資助言及び実質的な運営をしている傘下のミューチュアル・ファンドの目論見書に含まれる虚偽記載について、取引所法10条 (b) 項及び規則10b-5 に基づく一次的責任を自らの株主に対して負うか。

3 判決

Y 2 は、虚偽表示を「行って」いないため、責任を負わない。原審控訴裁判所の判決を破棄。

4 判決理由

〔法廷意見〕

Thomas 裁判官の法廷意見に、Roberts 首席裁判官、Scalia 裁判官、Kennedy 裁判官及び Alito 裁判官が同調した。

「規則10b-5 上、記載を行う者とは、当該記載につき、その内容及びそれを伝達するか否か並びに伝達の方法に関して、最終的な権限を有する者または法人である。…また、誰かの為に記載を作成し、又は、公表する者 [は]『行う

(9) *In re Mutual Funds Inv. Litig.*, 566 F. 3d 111, 121 (4th Cir. 2009).

(10) *Id.* at 123-24.

(11) *Id.* at 124.

(12) *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, 130 S. Ct. 3499 (mem.) (2010).

者』ではない。…通常、記載中の又は状況に鑑みた暗黙の帰属が、[当該記載が] 帰するとされる者一のみ一によって記載が行われたことの強い証拠となる」⁽¹³⁾。

「Xは、劇作家による脚本が役者によって演じられるように、投資顧問がクライアントであるミューチュアル・ファンドの記載を行っている者であると一般的に解されるべきであると主張する。我々は、法人格を無視するこの提案を拒絶する。Xおよび法廷助言者は、投資顧問がクライアントのミューチュアル・ファンドに対して顕著な影響力を行使していると説得力を持って主張しているものの、[クライアントの] 法人格が認められることについて異論はない。Y 2とFは、法的に別個の人格であり、Fの理事会は、法律で定める基準よりも独立性が高かった。投資顧問とミューチュアル・ファンドの密接な関係を考慮して、証券業界の責任の再配分を行うことは、議会の責任であり、裁判所の責任ではない」⁽¹⁴⁾。

「この規則のもとでは、Y 2がFの目論見書の記載を行ったのではない。Fが記載を行ったのである。Y 2ではなくFがSECに対して目論見書を提出する義務を負っている。…Y 2が目論見書を提出したとか、Y 2が虚偽によりFに表示を帰属させたという主張はない。また、目論見書の文面には、自ら理事会を持つ独立の法主体であるFの記載ではなく、Y 2による記載であることを示すものは何もない」⁽¹⁵⁾。

「Fの目論見書に含まれる記載は、Fによって為されたものであり、Y 2によるものではない。従って、XはY 2に対して規則10b-5に基づく[十分な]主張を行っていない」⁽¹⁶⁾。

〔反対意見〕

Breyer 裁判官の反対意見に、Ginsburg 裁判官、Sotomayor 裁判官及びKagan 裁判官が同調した。

「私の意見では、規則 [10b-5] の『行う』についての法廷意見の解釈は誤りである。一般的な英文においても、当裁判所の判例によっても、この言葉を記載の内容について『最終的に権限を有する者』に限定するものはみられな

(13) *Janus*, 131 S. Ct. at 2302.

(14) *Id.* at 2304.

(15) *Id.* at 2304-05.

(16) *Id.* at 2305.

い」⁽¹⁷⁾。

「*Central Bank* 判決において当裁判所は明示的に、その判旨において『二次的行為者がいつでも証券法に基づく責任を免れることを意味するものではない。規則10b-5の一次的違反者としての要件を全て満たすと仮定して、買主又は売主が信頼を置く者で、詐欺的方策を用い又は重要な虚偽表示…を行った者は、弁護士、会計士、又は銀行を含む如何なる者又は法人も、[規則] 10b-5の一次的違反者として責任を負いうる』と述べた」⁽¹⁸⁾。

「[*Stoneridge* 事件]において、当裁判所は[被告]が手紙、契約及び会話において虚偽記載を行ったことを否定しなかった。むしろ、当裁判所は、当該事件の争点が『[被告]の行った詐欺的記載又は行動が、投資家の損害と必要な近接した関係にないことを理由に、訴訟の原因とならないのか』であると述べた。そして、当裁判所は、詐欺的な記載又は行動は、責任の理由とはならない、何故なら、投資家が[被告]による特定の虚偽記載を信頼したことを証明できていないからであると判示した」⁽¹⁹⁾。

「[*Stoneridge* 事件において]当裁判所は[被告]が『開示義務を有しておらず、かつ、彼らの詐欺的行動は一般に伝えられなかった』ことを指摘した。また、当裁判所は、『結果として』投資家は『我々が責任を課すには離れすぎていると考える間接的な繋がりを除き』[被告]の行動への信頼を示すことができなかった、と述べた」⁽²⁰⁾。

5 判例研究

(1) 背景

米国の1933年証券法及び1934年証券取引所法に基づく法執行には、刑事罰、合衆国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) により課される差止め、排除命令、及び、民事制裁金、並びに、私人による民事訴訟等が存在する。このうち、本件は、取引所法10条 (b) 項に基づく私人による民事訴訟であり、また、その中でも、二次的行為者の責任に関する判決である。

二次的行為者の責任に関する合衆国最高裁判決には、1994年の *Central*

(17) *Id.* at 2306 (Breyer, J., dissenting).

(18) *Id.*

(19) *Id.* at 2309.

(20) *Id.*

Bank 判決及び2008年の *Stoneridge* 判決があり、本判決は、これらの系譜に属するものと言える。*Central Bank* 判決は、二次的行為者の幫助（二次的責任）に関する事案であり、最高裁判所は、10条 (b) 項に基づく二次的責任は認められないと判示した。また、この理由として信頼要件の欠如を強調した⁽²¹⁾。しかし、同時に一次的違反者として要件を満たす場合は、二次的行為者も責任を問われうることを明らかにした⁽²²⁾。

Stoneridge 事件は、二次的行為者が一次的違反者として責任を負うか否かが争われた事案である。ケーブルテレビ運営会社が一次的行為者であり、四半期報告において証券会社の予測を達成するために詐欺行為を行った。このケーブルテレビ運営会社にケーブルテレビ放送の受信機器を納入する会社が、詐欺的行為に協力し、機器を20ドル増しで納入する代わりに運営会社の広告を購入するという取決めを行った⁽²³⁾。この納入業者は、協力者であり、二次的行為者である。しかし、当該詐欺的行為に関する公にされた虚偽記載が存在しなかったために、信頼の要件が否定された⁽²⁴⁾。ひいては、二次的行為者である納入業者の一次的違反者としての責任も否定された。

(2) 法廷意見の意義

本判決の意義は、規則10b-5との関係で二次的行為者が一次的違反者として責任を負うための条件として、(1) 当該二次的行為者は、虚偽記載を「行う者」(maker)となるために、虚偽記載に関する最終的な権限を有していなければならないこと、(2) 記載が当該二次的行為者のものであるとの帰属が表示されなければならないこと、が明らかにされた点⁽²⁵⁾、及び、(3) 投資顧

(21) *Central Bank*, 511 U.S. at 180.

(22) そもそも *Central Bank* 事件は、被告が操作的又は詐欺的な行為を行っておらず、一次的違反者としての要件を満たさない事案であった。*Central Bank*, 511 U.S. at 191.

(23) 納入業者は、この取引に同意していた。*Central Bank* 事件では、被告が操作的又は詐欺的な行為を行っていなかったが、*Stoneridge* 事件では納入業者に操作的又は詐欺的な行為があったことが認められている。*Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148, 169 (2008) (Breyer, J., dissenting).

(24) *Stoneridge*, 552 U.S. at 159.

(25) 但し、法廷意見は「通常、記載中の又は状況に鑑みた暗黙の帰属が、[当該記載が] 帰するとされる者—のみ—によって記載が行われたことの強い証拠となる」と述べている。この「通常」という語による本判決射程は別途議論され

問と投資ファンドとの適用において、上記（１）及び（２）が満たされないために責任が否定された点、にあると言えよう。以下において本判決における論点を幾つか検討する。

a) SEC の権限

議会は、1995年の証券民事訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act）において私人による規則10b-5に基づく訴訟を制限する方向の立法を行った。しかし、SECによる規則 10b-5の利用について、何らの制限を課さなかった。つまり、議会はSECの権限は制限せず、私人による民事訴訟だけを制限しようとしたものと解されるのである。

しかし、本判決では、虚偽記載を「行う者」の解釈を限定した。この限定は、私人による民事訴訟における一次的違反者の範囲を制限するだけでなく、SECによる訴訟での一次的違反者の範囲をも制限することになる可能性が高い。このような制限的な効果をSECにも課すことは、1995年当時の議会の意図と抵触している可能性がある。

b) 帰属表示

本件では、二次的行為者について、何をもって責任を負うべき者と負わない者を分けるべきかが争われた。最高裁判所は、公開された帰属表示の有無に基づき二次的行為者の責任を判断する基準を採用した。この帰属表示に基づき責任を課すという説は、責任の範囲が明確化されるという点で優れている⁽²⁶⁾で

ることになる。例えば、CEOやCFOに対する帰属が明示されない場合、会社内部者による記載を例外的なものと考え、本判決の射程から外すというような議論が生じ得る。

- (26) *Central Bank* 判決以後、二次的行為者に対して一次的責任を追及する際に、帰属表示が必要か否かについては控訴裁判所において判断が分かれていた。Langevoort 教授は、実質的な参加を基準とし、帰属表示を要求しない控訴裁判所として第9巡回区合衆国控訴裁判所を挙げる。In re Software Toolworks Inc. Sec. Litig., 50 F. 3d 615, 628 n. 3 (9th Cir. 1994), cert. denied, 516 U.S. 907 (1995). 逆に、帰属表示を要する例として、第2巡回区合衆国控訴裁判所の Wright v. Ernst & Young LLP, 152 F. 3d 169, 175 (2d Cir. 1998), cert. denied, 525 U.S. 1104 (1999), Shapiro v. Cantor, 123 F. 3d 717, 720-21 (2d Cir. 1997) 及び Pacific Investment Management Co. LLC v. Mayer Brown, LLP, 603 F. 3d 144, 148 (2d Cir. 2010), cert. denied 131 S. Ct. 3021 (2011) 並びに第11巡回区合衆国控訴裁判所の Ziemba v. Cascade Int'l, Inc., 256 F. 3d 1194, 1205 (11th Cir. 2001) を挙げる。Donald C. Langevoort, *Reading Stoneridge Carefully: A Duty-Based Approach to Reliance and Third-Party*

あろう。しかし、帰属表示の有無は余りに形式的で、実質的な帰責性を有する二次的行為者が、容易にその責任を回避することができる（単に名前だけ出さなければ良い）点は、懸念として残るであろう。

c) 市場に対する詐欺理論との組み合わせ

市場に対する詐欺理論を用いる場合、投資家は価格に信頼をおいており、会社が開示する情報について帰属の有無に拘わらず当該情報を信頼しているといえる。つまり、市場に対する詐欺が成立する場合、(1) 会社自身が作成し会社自身の名前で開示している部分（例えば「事業等のリスク」）、(2) 第三者が作成し、第三者の名前で開示している部分（例えば、会計監査人の監査報告書）、及び(3) 第三者が作成し会社の名前で開示している部分、の全てについて、価格への反映が生ずるのであり、投資家は上記(1)から(3)の全てに信頼を置いていると考えられる⁽²⁷⁾。ここで、責任をどの範囲で画するかは解釈問題である。上述の通り、帰属表示説に基づけば、(1)と(2)に関して、それぞれ、記載を行った者に対して責任を追及する余地がある。しかし、本件の判示に基づけば、(3)について当該第三者に対して規則10b-5に基づく一次的責任を追及することはできないことになる。当該第三者以外で(3)について責任を負うものが存在するのか、また、規則10b-5以外に基づいて二次的行為者の責任を追及することができるのか、等が今後の論点になるように思われる。

(3) 私人による民事訴訟以外の法執行との関係

本件は、目論見書の虚偽記載に関して、二次的行為者が取引所法10条(b)項に基づく責任を負うか否かが争われた。しかし、二次的行為者が取引所法上の責任を負う可能性は、10条(b)項に限られるものではない。

a) 操り人形条項

取引所法20条(b)項は、「いかなる者も、本法またはこれに基づく規則に違反する行為または事項を、直接または間接を問わず他人を通じてまたは他人を使って行うことは違法である」と定める。本件では、本項に基づく責任の有

Liability Under Rule 10b-5, 158 U. PA. L. REV. 2125, 2131-32 (2010). 日本語による評釈として、石田真得「規則10b-5に基づく二次的行為者の虚偽記載の責任—Pacific Investment Management Co. LLC v. Mayer Brown LLP, 603 F. 3d 144 (2d. Cir. 2010)」商事1915号51-54頁(2010)。

(27) 投資家が価格を通して間接的に信頼を置いているというような状況を間接信頼(indirect reliance)と呼ぶようだ。Langevoort, *supra* note 24, at 2133.

無が争われることはなかったが、私人による民事訴訟で本項を用いることもできる。この条項は、二次的行為者が、一次的行為者を通じて、違反を犯す場合などに適用されうるため、二次的行為者の責任の範囲に影響を与えうる。

b) SEC による幫助者に対する法執行

取引所法20条 (e) 項は、「[取引所法] 第21条 (d) 項 (1) 号または (3) 号に基づき SEC により提起される [民事制裁金に関する] 訴訟において、取引所法または取引所法に基づく規則に違反して他人に実質的援助を故意に、又は、思慮を欠いたまま、提供する者は、援助が提供された者と同等の範囲において当該規定に違反するものと看做す」と規定する。

Central Bank 判決や *Stoneridge* 判決が二次的行為者の幫助の責任を否定しているのに対し、取引所法20条 (e) 項は、SEC による幫助者の責任追及を肯定している。取引所法10条 (b) 項の私人による民事訴訟の文脈で、二次的行為者の責任が問題となる場合、*Central Bank* 判決や *Stoneridge* 判決が、責任を負わせるためには二次的行為者が、10条 (b) 項の訴訟原因を全て満たさなければならぬとされていた。他方、本項の責任は、幫助者の責任であるため、必ずしも二次的行為者が10条 (b) 項の訴訟原因を満たす必要がない。

c) 二次的行為者に対する責任の今後

Central Bank 判決及び *Stoneridge* 判決は、ともに、二次的行為者の責任を制限的に解釈するものであった。本判決で、最高裁判所は、二次的行為者の責任を、更に制限的に解釈した。このような裁判所の解釈は、私人における民事訴訟において、責任の範囲を制限的に解釈する最高裁判所の傾向と、一致していると捉えることもできる。

しかし、*Stoneridge* 判決でも十分に狭い二次的行為者の責任が更に狭まったと捉えることもできる。そのように考えると、最高裁判所の一連の判決は、二次的行為者の責任について過度に制限的に解釈しているのではないかという懸念が生じる場所である。

これに対し、SEC による二次的行為者の幫助の責任の追及が、私人による民事訴訟に代わるかといえ、SEC の資源が限定的であり、十分な法執行が行われるとは思えない。

更に、本判決は、二次的行為者について一次的責任を認める要件が *Central Bank* 事件で想定しているより厳しいと思われる点や、1995年証券民事訴訟改革法で想定しているよりも SEC の法執行を制限しうるような判示が為されている点で、不整合があるとも言える。本判決の証券クラスアクションを含めた

法執行への影響がどの程度なのか、今後の判決を注視したい。

(湯原心一)