

## Ⅱ 証券クラスアクションのクラス認定での 「市場に対する詐欺」理論の適用の可否をめぐる 「重要性」の立証

— Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds,  
133 S. Ct. 1184 (2013) —

### 1 事 実

2007年にX (Connecticut Retirement Plans and Trust Funds) (原告, 被控訴人, 被上訴人) は, Amgen Inc. および Amgen 社の経営陣 (以下, 総称してY という) (被告, 控訴人, 上訴人) に対して, 証券クラスアクションを提起した<sup>(1)</sup>。X は, Y がY の2つの医薬品に関して, 虚偽記載を行ったことで1934年証券取引所法<sup>(2)</sup> 10条 (b) 項<sup>(3)</sup> および同法規則 10b-5<sup>(4)</sup> に違反したと主張した<sup>(5)</sup>。

X は, 訴訟の提起にあたり, 2004年4月22日から2007年5月10日までにY社の株式を購入した者をクラスとするクラス・アクションを選択した<sup>(6)</sup>。X は, Y による虚偽記載により, Y 社の株価が人工的に高騰し (artificially inflated), その後, 虚偽記載の事実が開示されたことにより, 株価が下落し, クラスが損害を被ったと主張した<sup>(7)</sup>。

---

(1) Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 133 S. Ct. 1184, 1190 (2013).

(2) Securities Exchange Act of 1934, Pub. L. 73-291, 48 Stat. 881.

(3) 15 U.S.C. § 78j(b).

(4) 17 C.F.R. § 240.10b-5.

(5) *Amgen*, 133 S. Ct. at 1193.

(6) Connecticut Retirement Plans and Trust Funds v. Amgen, Inc., 2009 WL 2633743, at \*1 (C.D. Cal. 2009).

(7) *Id.*

2008 年 2 月 1 日、カリフォルニア州中部地区合衆国地方裁判所は、Y の訴え棄却の申立てを認めない旨、決定した<sup>(8)</sup>。

連邦民事訴訟規則 23 条<sup>(9)</sup>に基づくクラス・アクションの認定を求めて、X は、市場に対する詐欺理論に基づく推定を主張した<sup>(10)</sup>。

Y は、本件で問題となっている証券（Y 社株式の市場）について市場が効率的であること、ならびに連邦民事訴訟規則 23 条（a）項に関する多数性、共通性、典型性および適切性について譲歩し、争わなかった。しかし、X が訴状において主張している表示が虚偽記載であることについては争った<sup>(11)</sup>。

Y は、重要ではない虚偽記載は、その定義上、効率的な市場で取引される Y 社の株価に影響を与えないのであるから、クラスの認定に関する連邦民事訴訟規則 23 条（b）項（3）号の優越性の要件を満たすにあたり、X によって Y による虚偽記載が Y の株価に重要な影響を与えたことについて訴答するだけでなく、立証する必要があると主張した<sup>(12)</sup>。

2009 年 8 月 12 日、カリフォルニア州中部地区合衆国地方裁判所は、市場に対する詐欺理論に基づく取引因果関係の推定を発動するためには、原告が効率的な市場が存在していることのみを立証することで足り、被告による市場に対する詐欺理論に基づく推定への反論は、クラスの認定の段階よりも後の段階で行われるべきであると述べ、クラスを認定した<sup>(13)</sup>。同地方裁判所は、理由として、同旨の 4 つの先例を挙げた<sup>(14)</sup>。第 9 巡回区合衆国控訴裁判所は、中間控訴（interlocutory appeal）を認めた。

2011 年 11 月 8 日、第 9 巡回区合衆国控訴裁判所は、市場に対する詐欺理論の要素は、市場が効率的であることおよび虚偽記載が開示されていることの 2

(8) *In re Amgen Inc. Sec. Litig.*, 544 F. Supp. 2d 1009 (C.D. Cal. 2008).

(9) FED. R. CIV. P. 23.

(10) *Amgen*, 133 S. Ct. at 1190.

(11) *Id.*

(12) *Id.* at 1191.

(13) *Connecticut Retirement Plans and Trust Funds v. Amgen, Inc.*, 2009 WL 2633743, at \*12, \*14 (C.D. Cal. 2009).

(14) *Id.* at \*10–11 (citing *Binder v. Gillespie*, 184 F.3d 1059, 1063 (9th Cir.1999); *Huberman v. Tag-It Pac., Inc.*, 314 Fed. Appx. 59 (9th Cir. 2009); *In re Connetics Corp. Sec. Litig.*, 2009 U.S. Dist. LEXIS 39914, 2009 WL 1126508 (N.D. Cal. 2009); *In re Micron Techs., Inc.*, 247 F.R.D. 627 (D. Idaho 2007)).

点であると判示し<sup>(15)</sup>、また、原告はクラスの認定の段階で重要性を立証する必要がなく、重要性は、正式事実審または正式事実審を経ない判決 (summary judgment) の段階での問題であると判示して<sup>(16)</sup> 原判決を維持した。同控訴裁判所は、その理由として、最近の最高裁判決が重要性に言及していない点を挙げた<sup>(17)</sup>。

2012 年 6 月 11 日、合衆国最高裁判所は、裁量上訴を認めた<sup>(18)</sup>。

## 2 争 点

取引所法 10 条 (b) 項および規則 10b-5 に基づき市場に対する詐欺理論を主張して、証券クラス・アクションを提起した X が、クラスの認定に関する連邦民事訴訟規則 23 条 (b) 項 (3) 号の要件を満たすために、クラスの認定の段階において、Y による虚偽記載が Y の株価に重要な影響を与えたことについて訴答 (plausibly plead) を超える立証 (prove) をする必要があるか<sup>(19)</sup>。

## 3 判 決

連邦民事訴訟規則 23 条 (b) 項 (3) 号の優越性の要件に関して、重要性の立証は不要である<sup>(20)</sup>と判示して原判決を維持。

## 4 判決理由

〔法廷意見〕

Ginsburg 裁判官が法廷意見を執筆し、Roberts 首席裁判官、Breyer 裁判官、Alito 裁判官、Sotomayor 裁判官および Kagan 裁判官がこれに同調した。Alito 裁判官は、別途、同意意見を執筆した。Scalia 裁判官は、反対意見を執

---

(15) Connecticut Retirement Plans and Trust Funds v. Amgen Inc., 660 F.3d 1170, 1175 (9th Cir. 2011).

(16) *Id.* at 1177.

(17) *Id.* at 1176 (citing Erica P. John Fund v. Halliburton, 131 S. Ct. 2179, 2185 (2011); Wal-Mart Stores v. Dukes, 131 S. Ct. 2541, 2552 n.6 (2011)).

(18) Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 132 S. Ct. 2742 (mem) (2012).

(19) *Amgen*, 133 S. Ct. at 1191.

(20) *Id.*

筆した。Thomas 裁判官は、反対意見を執筆し、Kennedy 裁判官がこれに同調し、また、Scalia 裁判官が一部同調した。本稿では、法廷意見に加えて、Scalia 裁判官と Thomas 裁判官の反対意見を検討する。

「本案で勝訴するために、X は、重要性を立証しなければならないが、そのような証明は、クラスの認定の必要条件ではないと判断する。〔連邦民事訴訟〕規則 23 条 (b) 項 (3) 号は、クラス全体に共通する問題が〔個々のメンバーに関わる問題に〕優越することを示すことを要求しており、当該問題が本案においてクラスに有利に立証されるかは問われていない。重要性は、客観的な基準により判断されるため、本件で争われている Y による虚偽記載（および記載の省略）の重要性は、X が代表するクラスの全員に共通の問題である。」<sup>(21)</sup>

「本件における重要な問題は、重要性が市場に対する詐欺理論に必須の要素であるかではない、実際に、〔それは必須の要素〕である。それよりも、中心的な問題は、重要性の立証が、訴訟の進行に従って、クラスに共通する法律問題または事実問題が個々のメンバーに関わる問題に優越するかという問題への答えを確実にするために必要かというものである。2つの理由により、この問いに対する答えは、明らかに『否』である。」<sup>(22)</sup>

「第一に、重要性の問題は、省略されまたは虚偽の事実が合理的な投資家に対して重要かという、客観的なものであるため、重要性は、クラスに共通の証拠によって立証され得る。重要性は、規則 23 条 (b) 項 (3) 号でいう共通の問題である。」<sup>(23)</sup>

「第二に、重要性という共通の問題に対する立証の失敗が、個々の問題を優越させる結果となるリスクは存在しない。重要性は、規則 10b-5 の主張の必須の要件であるため、X が重要性に関する十分な証拠を提出できず、正式事実審を経ない判決の申立てを却下できないことまたは正式事実審で勝訴できないことは、個々の信頼の問題をクラスの共通の問題に優越させるものではない。かわりに、重要性の要素の立証ができないことは、当該訴訟を終了させてしまう。」<sup>(24)</sup>

〔Thomas 裁判官の反対意見〕

「原告は、重要性について本案 (merits) の要素について後で訴訟に負ける

---

(21) *Id.*

(22) *Id.* at 1195.

(23) *Id.* at 1195-96.

(24) *Id.* at 1196.

かもしれないという理由のみで信頼の要件が共通であることを示して、規則 23 に基づくクラスの認定の段階で負う立証責任を免れてはならない。」<sup>(25)</sup>

「クラスの認定を求める原告は、彼の請求の要件についてクラスの認定の段階で立証することを求められない。しかし、彼の請求の要素がクラス全体の立証に対して、影響を受ける (susceptible) ことを示さなければならない。この立証なくして、クラスの認定の正当化ができない。なぜなら、訴訟の解決を導くのに適した共通の解答を生み出すクラス全体の手続きを行う能力が存在しないからである。」<sup>(26)</sup>

「重要性なくしては、市場に対する詐欺の推定は存在せず、信頼の問題は『個々』 (individualized) のままでありかつ、規則 23 条 (b) 項 (3) 号の認定は不可能である。」<sup>(27)</sup>

[Scalia 裁判官の反対意見]

「重要性を含む [規則 10b-5] の要素のすべてが、それがクラスの認定を正当化するために依拠されたとき、立証されなければならない。本件において我々が回答すべき問いは、規則 23 条 (b) 項 (3) 号ではなく、*Basic* 判決に見つけられる。」<sup>(28)</sup>

「虚偽記載が市場価格に影響を与えない限り、すなわち重要でない限り、X が市場価格に依拠したというだけでは、虚偽記載への信頼を推定することは、意味をなさない。」<sup>(29)</sup>

## 5 判例研究

### (1) 本判決の意義

本件は、クラスの認定に際して、連邦民事訴訟規則 23 条 (b) 項 (3) 号の要件を満たすために重要性の立証が不要であると判示した連邦最高裁判決である。本判決により、控訴裁判所の間の意見の不一致が解消されることとなった<sup>(30)</sup>。

(25) *Id.* at 1207 (Thomas, J., dissenting).

(26) *Id.* at 1210 (Thomas, J., dissenting).

(27) *Id.* at 1211 (Thomas, J., dissenting).

(28) *Id.* at 1205 (Scalia, J., dissenting).

(29) *Id.*

(30) クラスの認定に際して、重要性の立証が不要であるとする控訴裁判所に、第 3 巡回区合衆国控訴裁判所、第 7 巡回区合衆国控訴裁判所および原審で

本判決は、取引所法 10 条 (b) 項に基づく証券クラス・アクションにおけるクラスの認定の段階での立証が必要な要素が争われているという点で、2011 年の *Halliburton* 判決<sup>(31)</sup>と同様の判決である。*Halliburton* 事件では、損害因果関係の立証がクラスの認定の段階で必要かが争われ、最高裁判所は、これを不要であると判示した。本件において、最高裁判所は、重要性の立証がクラスの認定の段階における連邦民事訴訟規則 23 条 (b) 項 (3) 号の要件に関して、不要である旨、認めた<sup>(32)</sup>。結果、同号に関連して、クラスの認定の段階で立証すべきは、市場が効率的であることおよび虚偽記載が開示されていることが明らかとなった。

## (2) 本判決の位置付け

まず、クラスの認定の段階で、裁判所はどのような点について立証を求めることができるかという論点がある。クラスの認定に関して、連邦民事訴訟規則 23 条 (a) 項および (b) 項に関する立証を求めることができることは法文上明らかだが、この立証のために本案と重複するような事項の立証が必要となる場合、裁判所がどの程度で本案と重複する立証をクラスの認定の段階で求めることができるかが問題になる。

これについて、2011 年 6 月 20 日に合衆国最高裁判所にて判決が下された *Wal-Mart*<sup>(33)</sup> 事件では、「規則 23 は、単に訴答の基準を定めたものではない。クラスの認定を求める当事者は、規則への遵守を積極的に証明しなければならない。…当裁判所は、*Falcon* 事件<sup>(34)</sup>において、…クラスの認定は、事実審の

---

ある第 9 巡回区合衆国控訴裁判所があった。*In re DVI, Inc. Sec. Litig.*, 639 F.3d 623, 631 (3d Cir. 2011); *Schleicher v. Wendt*, 618 F.3d 679, 685 (7th Cir. 2010); *Amgen*, 660 F.3d at 1175. 他方、クラスの認定の際に、重要性の立証を要求する裁判所として、第 1 巡回区合衆国控訴裁判所、第 2 巡回区合衆国控訴裁判所、第 4 巡回区合衆国控訴裁判所および第 5 巡回区合衆国控訴裁判所があった。*In re Salomon Analyst Metromedia Litig.*, 544 F.3d 474, 481 (2d Cir. 2008); *Oscar Private Equity Invs. v. Allegiance Telecom, Inc.*, 487 F.3d 261, 264 (5th Cir. 2007), *abrogated on other grounds by* Erica P. John Fund, 131 S. Ct. at 2183, 2186; *In re PolyMedica Corp. Sec. Litig.*, 432 F.3d 1, 8 n.11 (1st Cir. 2005); *Gariety v. Grant Thornton LLP*, 368 F.3d 356, 364 (4th Cir. 2004).

(31) *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 131 S. Ct. 2179 (2011).

(32) *Amgen*, 133 S. Ct. at 1196.

(33) *Wal-Mart Stores, Inc. v. Dukes*, 131 S. Ct. 2541 (2011).

(34) *General Telephone Co. of Southwest v. Falcon*, 457 U.S. 147, 156 (1982).

裁判所が厳格な分析 (rigorous analysis) の後に規則 23 条 (a) 項の必要条件 (prerequisites) が満たされたと満足するときのみ適切であると認めた。また、『厳格な分析』は、原告の主張における本案との重複を必然的に伴うだろう。これは仕方ないことである」<sup>(35)</sup> と判示して、必要な範囲での本案と重複する事項の立証を許容した。

次に、クラスの認定に関して本案と重複する事項の立証が必要な範囲で許容されるとして、証券訴訟において、クラスの認定のためにどのような立証が必要かが問題となる。

*Halliburton* 事件では、「証券詐欺の原告は *Basic* 判決に基づく反証可能な信頼の推定を得るために一定の事項を証明しなければならないことは明白である」とし、例示として、「主張される虚偽記載が公に知られていること…、株式が効率的な市場で取引されていること、および対象となる取引が虚偽表示がなされた時と真実が明らかになった時の間になされたこと」<sup>(36)</sup> を挙げる。しかし、これらは例示列举であり、これら以外にどのような要素が含まれるかは定かではなかった。

*Halliburton* 事件では、市場に対する詐欺の推定を得るために、損害因果関係の立証が不要ということが明らかになった。また、本件において、同様に重要性の立証が不要であることが明らかになった。

クラスの認定に際して規則 23 条 (b) 項 (3) 号が争われる事例に関して、本件は、本案と同一の争点についての検討を完全に排除してはいない。本件の法廷意見も、クラスの認定の段階での分析が「厳格」(rigorous) なものであり、本案との重複が存在することを明示している<sup>(37)</sup>。本件は、本案との重複如何に拘わらず、また、本案での立証の要否に拘わらず、規則 23 条 (b) 項 (3) 号に基づきクラスの認定で争われる事項が、当該事項に優越性が存在するか否かが問題となるもののみであり、それ以外の事項について立証が不要であり、また、被告による反論が許されないことを明らかにした。

### (3) 検討

[連邦民事訴訟規則 23 条 (b) 項 (3) 号の解釈]

Thomas 裁判官は、重要性は市場に対する詐欺理論に不可欠の要素であり、

(35) *Wal-Mart*, 131 S. Ct. at 2551 (citations and internal quotation marks omitted).

(36) *Halliburton*, 131 S. Ct. at 2185 (citations omitted).

(37) *Amgen*, 133 S. Ct. at 1194-95.

クラスの認定の段階で市場に対する詐欺理論を用いるために重要性の立証も不可欠であるという立場を取る。

法廷意見は、重要性がクラスの認定の段階で不要である理由として、規則 23 条 (b) 項 (3) 号に基づく問いが、本案での立証の要否に拘わらず、クラスに共通の問題が個々のクラスのメンバーに関する問題に優越するか否かであるという点を挙げる。米国証券法制上、重要性は、客観的な定義が与えられており、クラスの全員に共通の問題である。本案での立証の要否に拘わらず、重要性に関する限り、クラスのメンバー個々に違う問題が生じるということがない。そのため、法廷意見は、規則 23 条 (b) 項 (3) 号に関する限りで、クラスの認定の段階で重要性の立証は、不要であるとした。

他方、Scalia 裁判官は、市場に対する詐欺理論において重要性がクラスの認定の段階で必要な理由として、*Basic* 判決を挙げ、*Basic* 判決は、実体的な要件だけでなく、クラスの認定における手続きの要件も変更し、クラスの認定の段階で重要性の要件を課したものだ主張する。

これに対し、本判決の法廷意見に基づけば、*Basic* 判決（特に重要性に関して言及した脚注 27）は、正式事実審において立証が必要な事項を列挙したものであり、クラスの認定での段階の立証の事項を示したものではないと理解することができよう。

〔重要性と規則 23 条 (a) 項 (3) 号および (a) 項 (4) 号との関係〕

Thomas 裁判官の反対意見は、信頼要件の立証には重要性の立証が不可欠であり、このため、市場に対する詐欺理論を用いた信頼要件の推定に際しても、重要性の立証が必要であると述べる。これと関連して、「虚偽記載がなされた後かつ真実が開示される前に取引を行ったこと」の立証に関する問題に対する法廷意見と反対意見の立場が興味深い。

両者ともに、市場に対する詐欺理論では、虚偽記載がなされた後かつ真実が開示される前に取引を行ったことの立証が必要であると述べる。Thomas 裁判官は、反対意見において、重要性の立証を含めて、虚偽記載がなされた後かつ真実が開示される前に取引を行ったことは、規則 23 条 (b) 項 (3) 号の立証の一部として必要であると述べる。他方、法廷意見は、虚偽記載がなされた後かつ真実が開示される前に取引を行ったことは、連邦民事訴訟規則 23 条 (b) 項 (3) 号ではなく、規則 23 条 (a) 項 (3) 号および (a) 項 (4) 号に基

づく典型性と適切性と関係していると述べる<sup>(38)○</sup>

虚偽記載がなされた後かつ真実が開示される前に取引を行ったことは、規則 23 条 (b) 項 (3) 号にも関連しているという Thomas 裁判官の反対意見は、措くとしても<sup>(39)</sup>、法廷意見が、証券取引のタイミングが規則 23 条 (a) 項 (3) 号および (a) 項 (4) 号と関連していると指摘したことは、将来問題になる可能性がある。なぜなら、規則 23 条 (a) 項 (3) 号および (a) 項 (4) 号は、クラスの認定で争うことができ、証券取引のタイミングの分析が重要性の検討を伴う可能性が否定できないからである。特に、規則 23 条 (a) 項についても厳格な分析 (rigorous analysis) が必要であると判示した、*Comcast* 判決が影響を与えるかもしれない<sup>(40)○</sup>

〔損害額と規則 23 条 (b) 項 (3) 号との関係〕

*Comcast* 判決は、独占禁止法に関連してクラス・アクションが提起され、そのクラスの認定が争われた事案である。独占禁止法と証券法という違いはあるが、その判示が証券クラス・アクションにも影響を与える可能性がある。また、クラスの認定段階での損害の立証の要否に関して、損害賠償の問題は、独占禁止法の事案でも証券法の事案でも共通に存在すると言える。さて、クラスのメンバー個々の損害賠償額の算定が問題になる場合、証券法も独占禁止法も大きな違いはないように思える。*Comcast* 判決を見る限り、独占なり不公正取引の主張に基づき生じた損害額についてのみ損害賠償額が認められ、その損害額の算定は、正確 (exact) ではなくて良いものの、違反の効果に関する損害の主張と損害賠償額の主張が整合的でなければならないと判示しているようである<sup>(41)○</sup>。すると、*Comcast* 判決は、独占禁止法の文脈で、規則 23 の認定にあたり、損害額の立証を要するものと理解することができそうである<sup>(42)○</sup>。そして、解釈として、証券法の事案でも規則 23 の認定にあたり、損害額の立証を要すると

(38) *Id.* at 1198.

(39) *Id.* at 1209 (Thomas, J., dissenting).

(40) *Comcast Corp. v. Behrend*, 133 S. Ct. 1426 (2013). *Comcast* 判決の評釈として、宇野伸太郎「クラスアクションを起こしにくくする米最高裁判決と日本」法と経済のジャーナル *Asahi Judiciary* (2013 年 6 月 12 日)。

(41) *Comcast*, 133 S. Ct. at 1433.

(42) ただし、反対意見は、法廷意見が、クラス・アクションの認定の前提として、クラス全体にかかる損害が算定可能であることを要求するものと理解すべきではないと明示的に述べている。*Id.* at 1436 (Ginsburg and Breyer, JJ., dissenting).

理解することもできそうである。すると、規則 23 の認定にあたり、損害額に付随して、過去の事案において立証が不要であるとされた損害因果関係や重要性の立証の問題が再浮上するようになる。なぜなら、証券法の事案では、損害額の立証に関して、損害因果関係や重要性の立証を切り離すことが難しいからである。

#### (4) 結論

本判決は、クラスの認定の段階での重要性の立証を不要とした点で、クラス・アクションの原告に有利な判決であると言える。しかし、市場に対する詐欺理論への懸念が Scalia 裁判官, Kennedy 裁判官, Thomas 裁判官および Alito 裁判官から示されており、実際に、最高裁は、2013 年 11 月に市場に対する詐欺理論を争点とした事案についての裁量上訴を認めている<sup>(43)</sup>。証券クラス・アクションが原告・被告のどちらに有利なものとなるのかについては、これからも争いが続くものと思われる。

(湯原心一)

---

(43) Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 636 (mem) (Nov. 15, 2013).