

アメリカ証券法における民事責任

—証券クラス・アクションを支えるもの—

標 博 行

はじめに

アメリカでは大恐慌後の証券市場の混乱を鎮静化するため、合衆国議会
は証券市場に対する投資家からの信頼回復、そして資本形成、経済成長、
および雇用創出を目指す立法を行った⁽¹⁾。1933年の証券法(Securities Act)⁽²⁾
である。証券法は、アメリカ証券取引委員会(US Securities and Exchange
Commission; 以下SECとする)により行政的に実現される。私人に証券詐欺
(securities fraud)による損害賠償を請求する訴権(right of action)を与えること
により、SECによる行政の法実現のための補完⁽³⁾または協働して⁽⁴⁾、詐欺被
害者への賠償と証券にかかる違法行為の抑止を実現しようとした。

証券市場が私人による訴訟提起によって正常化が図られるのであれば、
証券詐欺の訴えのうちとりわけクラス・アクションが期待される⁽⁵⁾。不法行
為などではクラス・アクションの成立が認められない傾向が見られている
が、証券クラス・アクションは現在も多くの訴えが提起されており、また
将来においても証券法実現の有効な手段になるととらえられている⁽⁶⁾。合衆
国最高裁判所は、詐欺防止を目的とする証券諸法の実現に司法省とSECの
行政規制に加えて、私人による民事訴訟が不可欠であると認識してきた⁽⁷⁾。

(1) S. Rep. No. 104-98 at 683.

(2) Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (codified at 15 U.S.C.A. §77a et seq.).

(3) S. Rep. No. 104-98 at 716.

(4) H.R. Conf. Rep. No. 104-369 at 31.

(5) 7 Newberg and Rubenstein on Class Actions 6th ed. §22:1 (update 2023).

(6) See, e.g., Brian T. Fitzpatrick, THE CONSERVATIVE CASE FOR CLASS ACTIONS 111-12 (2019).

(7) Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd., 551 U.S. 308, 313 (2007).

それでは、証券法においていかなる理由で行政規則と民事責任が併存し、法実現が図られるようになったのか。本稿では、証券法で民事責任が併存するに至った背景を考察する。

一 証券法の目的と構造 ー行政規制と民事責任の併存ー

1. 証券法Section 11の証券登録と民事責任

1933年に成立した連邦法である証券法は、投資家に有価証券の公募にかかる重要な情報を開示して詐欺から投資家を保護し、違反者に民事責任を課して公正かつ誠実な証券取引を行うために制定された⁽⁸⁾。この目的を達成するため、第1に株式の取引前に株式を発行する会社に対し、当該会社や株式に関する情報を含む証券登録(registration statement)が求められる。この登録に虚偽記載があると、登録者は民事上の責任が問われる。第2に証券登録証明書が提出されていない株式の取引、ならびにマーケティングでの案内書や見本または口頭で紛らわしい表現や脱落箇所があれば、行政上株式情報開示にかかる責任を負わなければならないのである。

証券法Section 11は、まず株式がSECに登録される際には、株式発行人または財務担当者などの署名が必要であることを明示し、証券登録証明書を提出すべき旨について定めている⁽⁹⁾。証券登録証明書がSECに提出されて一定の手数料が支払われると⁽¹⁰⁾、証券登録の効果が発生する⁽¹¹⁾。証券登録証明書に記載された事項は公開される⁽¹²⁾。登録された内容に重要な事実(material fact)につき虚偽記載または記載の省略があれば、コモン・ローおよびエクイティ上の訴えを提起することができる⁽¹³⁾。訴えの相手方は以下の者である。①証券登録証明書に署名した者、②証券登録がなされる際

(8) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 195 (1976).

(9) 15 U.S.C.A. §77f(a).

(10) *Id.* at §77f(b).

(11) *Id.* at §77f(c).

(12) *Id.* at §77f(d).

(13) *Id.* at §77k(a).

に株式を発行する法人の取締役またはパートナーであった者、③証券登録がなされる際に取締役またはそれに類似する役割をもつ者、およびパートナーに就任予定とされた者、④会計士や不動産鑑定士など証券登録証明書作成にかかる情報を与えられ、同書の作成者となることを同意した者、⑤当該証券の引受人である。

Section 11は証券登録とその内容を開示することを確保する行政規制と、重要な事実につき虚偽または省略があった際に私的訴権(private right of action)を認める私的法実現の2つの目的を規定したものであった。私的訴権により追及される民事責任は、1983年の合衆国最高裁判所判決であるHerman & MacLean v. Huddleston⁽¹⁴⁾によれば、登録の直接的な役割を果たした特定の者への厳格な(stringent)ものと解されている。登録内容に準拠して証券を購入した原告は、重要な事実の虚偽表示または省略を示すだけで原告に一応有利な事件(prima facie case)となるため、善意で行ったとしても責任は厳格であり、登録の直接的な役割を果たした者は責任が負わされることになる⁽¹⁵⁾。

Section 11には不法行為法で詐欺または不実表示を構成する要件のすべてが規定されていない。そのため重要な事実虚偽表示がなされていることのみで証券登録を担った者に損害賠償責任を追及できるのかという問題が存在した。コモン・ロー上詐欺が成立するには、重要な事実への虚偽表示のみならず、詐欺による損害、サイエンタ(scienter)⁽¹⁶⁾、詐欺の意思、そして被害者が詐欺の内容を信頼していることが要求される⁽¹⁷⁾。重要な事実の虚偽表示のみで詐欺を成立させることは、コモン・ロー上の原則に逸脱するということになる。この点につき、2015年に合衆国最高裁判所

(14) 459 U.S. 375, 381-82 (1983).

(15) *Id.* at 382.

(16) サイエンタとは、損害が生じることを認識している心理状態を指している。樫博行『アメリカ民事法入門第2版』221-222頁（勤草書房、2019）を参照。

(17) 前掲220-223頁。

はOmnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry Pension Fund⁽¹⁸⁾で、証券法Section 11が公募のための証券登録における虚偽表示に対して私的訴権を認めているため、被告が詐欺の意思をもって行為したことを証明する必要はないと判断した⁽¹⁹⁾。同裁判所の判断は、善意による不実表示であってもSection 11の民事責任を認めていることを前提として⁽²⁰⁾、黙示的に証券法とコモン・ローでの詐欺とは異なるものにとらえたものであった。すでに連邦下級審が、Section 11の民事責任が善意による虚偽表示にも負わせられるのは、コモン・ロー上の詐欺を根拠とするものではないと判断されたことを承認したものであった⁽²¹⁾。

1989年に第7巡回区連邦控訴裁判所は、被害者の信頼など心理状態が含まれていないためSection 11の責任がコモン・ロー上の詐欺を原因とするものとは位置づけていなかった⁽²²⁾。その後、多くの連邦巡回区控訴裁判所では、Omnicare, Inc.判決以前から証券法の詐欺にはコモン・ロー上の要件であるサイエントなどが不要であると述べたのである⁽²³⁾。したがって、証券法Section 11の民事責任の解釈の過程で、コモン・ロー上の詐欺とは異なり、立証すべき要件の少ない原告の訴え提起が容易な⁽²⁴⁾独自の

(18) 575 U.S. 175 (2015).

(19) *Id.* at 179.

(20) *Id.* 明確な根拠を示したのではないが、善意による虚偽であっても民事責任を認めたHerman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375, 381-82 (1983)を引用して判断している。

(21) *In re* Charles Schwab Corp. Securities Litigation, 257 F.R.D. 534, 545 (N.D. Cal. 2009).

(22) *Wielgos v. Commonwealth Edison Co.*, 892 F.2d 509, 513 (7th Cir. 1989).

(23) *See, e.g.*, *NECA-IBEW Health & Welfare Fund v. Goldman Sachs & Co.*, 693 F.3d 145, 156-57, (2d Cir. 2012); *Obasi Investment LTD v. Tibet Pharmaceuticals, Inc.*, 931 F.3d 179, 182 (3d Cir. 2019); *Police and Fire Retirement System of City of Detroit v. Plains All American Pipeline, L.P.*, 777 Fed. Appx. 726, 732 (5th Cir. 2019); *Beaver County Employees' Retirement Fund v. Tile Shop Holdings, Inc.*, 94 F. Supp. 3d 1035, 1056 (D. Minn. 2015). 第8巡回区連邦控訴裁判所管轄地方裁判所判決; *In re* Charles Schwab Corp. Securities Litigation, 257 F.R.D. 534, 545 (N.D. Cal. 2009). 第9巡回区連邦控訴裁判所管轄地方裁判所判決。

(24) *Herman & MacLean*, 459 U.S. at 382.

要件をもつものとして位置づけられてきたのである。

証券登録に虚偽または省略があれば直ちに民事責任が発生することは、過失の立証なく責任が認められることになる。そのため、厳格責任(strict liability)と位置づけられることになるが⁽²⁵⁾、これは全米を通じた統一的な見解とはなっていない。例えば第3巡回区連邦控訴裁判所は近似厳格責任(near-strict liability)であると述べている⁽²⁶⁾。従前より不法行為法で用いられた厳格責任と区別するための概念といえようが、実際には第11巡回区連邦控訴裁判所が言及するようにHerman & MacLean合衆国最高裁判所判決が示した厳格な責任を踏襲するものである⁽²⁷⁾。Herman & MacLean判決は、不法行為法上の厳格責任というよりも、むしろ厳しい責任判断と述べたに過ぎないととらえるのである⁽²⁸⁾。Section 11に規定される民事責任がコモン・ローのものではなく、証券法独自のものと位置づけられることと合致した解釈なのである。

Section 11の適用対象である民事責任の追及が可能な証券登録の内容は、事実に関する記述における虚偽または省略であり、虚偽であることを知りながら意見を記して実際に虚偽である場合に限定される⁽²⁹⁾。事実の記述は事項の確実性を示すものであるが、意見は明確性または確実性を示すものではないからである⁽³⁰⁾。そこで、虚偽を認識しつつ虚偽の意見を記すことは事実への虚偽であり、民事責任の追及が可能となるのである⁽³¹⁾。

(25) Panther Partners Inc. v. Ikanos Communications, Inc., 681 F.3d 114, 120 (2d Cir. 2012).

(26) Obasi Investment LTD, 931 F.3d at 182.

(27) APA Excelsior III L.P. v. Premiere Technologies, Inc., 476 F.3d 1261, 1273 (11th Cir. 2007).

(28) *Id.*

(29) Omnicare, Inc., 575 U.S. at 183.

(30) *Id.*

(31) *Id.* at 189.

2. 証券法Section 12の目的と民事責任

証券法Section 12は、未登録の証券を流通させる者または新規公開株式公募の際の目論見書配布などで重大な虚偽表示または省略を行った者に民事責任を負わせ、証券法の遵守を担保する目的をもつ⁽³²⁾。(a)項(1)号は、複数の州間での登録済および未登録の証券の募集と売買における詐欺行為に適用され、売主に責任を負わせている⁽³³⁾。同号にいう売主とは、金銭獲得の動機で証券購入を勧誘する個人であると解釈されている⁽³⁴⁾。そして、売主が後に修正したとしても免責されることはない⁽³⁵⁾。(a)項(2)号は登録内容に重大な不実表示または省略がなされた証券を購入した者に私的訴権を認めている⁽³⁶⁾。(a)項(1)号にいう売主を相手取り、目論見書または買主に直接口頭でなされた売買であり、かつ目論見書または口頭による説明に重大な事実について虚偽表示がなされることが、私的訴権を行使するための要件として必要である⁽³⁷⁾。そのため、Section 12は証券販売の申込における重大な事実の不実表示で損害を被った私人への救済を規定したことになる⁽³⁸⁾。ただし、訴権は公募される新規公開株式公募の際の目論見書面での不実表示とその口頭での伝達に限定され⁽³⁹⁾、かつすでに発行された証券の取引は除外されている⁽⁴⁰⁾。

以上のように、証券法はSection 11で証券発行者にSECへの証券登録を求めるとともに、登録内容の不実表示による民事責任を、そしてSection 12で新規公開株式発行の際の目論見書および証券流通過程での不実表示

(32) 15 U.S.C.A. §77l.

(33) 15 U.S.C.A. §77l(a)(1).

(34) *Pinter v. Dahl*, 486 U.S. 622, 646 (1988).

(35) *Diskin v. Lomasney & Co.*, 452 F.2d 871, 876 (2d Cir. 1971).

(36) 15 U.S.C.A. §77l(a)(2).

(37) *In re Morgan Stanley Information Fund Securities Litigation*, 592 F.3d 347, 358-59 (2d Cir. 2010).

(38) *In re NationsMart Corp. Securities Litigation*, 130 F.3d 309, 318 (8th Cir. 1997).

(39) *Gustafson v. Alloyd Co., Inc.*, 513 U.S. 561, 567-68 (1995).

(40) *Freidus v. Barclays Bank PLC*, 734 F.3d 132, 141 (2d Cir. 2013).

による民事責任を併せて負わせている。それでは、証券法で証券登録という行政規制のみならず、不法行為として独立した民事責任を規定したのはなぜか。また、行政規制では不実表示に対応できなかったのか、次章はこの点について見ることにする。

二 証券法の立法経過

1. Section 11の立法経過とコモン・ロー

証券法の立法目的は、投資家が正確な証券内容を知るために、その情報を開示することであった。これにより証券業界におけるビジネス上の倫理の向上を求め、詐欺の金銭被害者である投資家に民事責任によってその填補をすることはあくまでも部分的な目的であり、むしろ証券法遵守を担保し証券法の違反を防ぐことが主たる目的であったといわれている⁽⁴¹⁾。証券法制定作業に密接に関係したJames M. Landisは、証券発行者やその役員などの民事責任は、1929年のイギリス会社法(English Companies Act)に由来すると述べ⁽⁴²⁾、彼らの信認義務(fiduciary obligation)を適切に履行することを担保するために規定されたと付言する⁽⁴³⁾。

それでは、証券法ではなくコモン・ローにより投資家を証券詐欺から保護することは考慮されなかったのか。コモン・ローでは買主に購入商品の瑕疵を負担させる法理の過渡期であり、依然として買主である投資家が詐欺による被害を受けたとしても買主の責任になった。1929年になると売主と買主の間で販売が公平に行われることが志向され、買主に瑕疵の危険を負担させる法理と矛盾するようになった⁽⁴⁴⁾。しかし、1933年時点でも当該法理は依然として効力を保っていた⁽⁴⁵⁾。カリフォルニアなど一部の州で

(41) Harry Shulman, *Civil Liability and the Securities Act*, 43 YALE L. J. 227, 253 (1933).

(42) James M. Landis, *Legislative History of the Securities Act of 1933*, 28 GEO. WASH. L. REV. 29, 35 (1959).

(43) *Id.*

(44) Harry D. Nims, *THE LAW OF UNFIAR COMPETITION AND TRADE-MARKS* 25 (1929).

(45) Shulman, *supra* note 41, at 228.

は1960年代後半から1970年代前半にかけて当該法理を廃して黙示的保証(implied warranty)の適用を認めるようになり⁽⁴⁶⁾、インディアナ州では1998年に当該法理が廃止されたのである⁽⁴⁷⁾。黙示的保証とは、契約で明示されていないが売主の行為などの状況から生じる保証を意味している⁽⁴⁸⁾。

統一商法典(Uniform Commercial Code)の前身である統一売買法(Uniform Sales Act)が1906年に成立し、1917年の段階で採択州は16に増加していた⁽⁴⁹⁾。その中にコモン・ロー上の契約法理である黙示的保証が規定されていた⁽⁵⁰⁾。しかし、証券発行者と購入者との間に契約関係が存在したとしても、詐欺的な証券内容とそれによる損失との間の因果関係を立証することが困難であり、かつ損失の原因が詐欺とは限定されなかったため⁽⁵¹⁾損失への保証がなされることはなかったのである⁽⁵²⁾。

2. Section 12の立法経過

Section 12では証券が流通する際の民事責任を規定している⁽⁵³⁾。しかし、本条では適用対象が文言上制限されていた。既に述べたように、Section 12(a)項(2)号の対象は新規公開株式公募の際に用いられる「目論見書」と定められていた。そして、証券会社担当者と投資家との間での口頭での伝達(oral communication)は同号に規定されていないが、新規公開

(46) Halliday v. Greene, 53 Cal.Rptr. 267, 270 (1966); Wright v. Creatie Corp., 498 P.2d 1179, 1182 (Colo. 1972); Oliver v. City Builders, Inc., 303 So.2d 466, 469-70 (Miss.1974).

(47) 例えばインディアナ州では、建築業者から家や土地の区画を購入する場合に限って当該法理は適用されない。Fimbel v. DeClark, 695 N.E.2d 125, 128 (Ind. 1998).

(48) BLACK'S LAW DICTIONARY 11th ed., implied warranty (2019).

(49) Lauriz Vold, *Some Reasons Why the Code States Should Adopt the Uniform Sales Act*, 5 CALIF. L. REV. 400, 403-04 (1916).

(50) Samuel Williston, *The Law of Sales in the Proposed Uniform Commercial Code*, 63 HARV. L. REV. 561, 578 (1950).

(51) Shulman, *supra* note 41, at 229-30.

(52) *Id.* at 230.

(53) Louis Loss, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 87 (1988).

株式公募の第一次募集に限定してこれも含まれると解されている⁽⁵⁴⁾。このような規定になったのは、第1に証券法Section 12(a)項(10)号が目論見書に該当するものとして、「すべての趣意書や発行の案内、またはラジオやテレビなどによる広告やコミュニケーションなど…を意味する」と広範にとらえていたからである⁽⁵⁵⁾。また、Section 12(a)項(2)号に定める民事責任は、第一次募集にかかる証券流通での詐欺について適用範囲を制限する規定がないため広範なものと考えられている⁽⁵⁶⁾。明白な文言が存在するため、目論見書を説明する口頭でのやりとりを含むものと解することができるわけである⁽⁵⁷⁾。

証券法の文言解釈について、1980年の合衆国最高裁判所はAaron v. SEC⁽⁵⁸⁾で、制定法解釈の方法として文言の明白な意味(plain meaning)のみならず立法経過および公共政策(public policy)の関連について言及した。法律の文言が十分に明白であれば、立法経過と異なる意味で解釈されることはない。法制定において立法者が公共政策を考慮しているので、再度裁判所がそれを行う必要はないと述べたのである⁽⁵⁹⁾。その後、1984年に合衆国最高裁判所はChevron U.S.A., Inc. v. Natural Resources Defense Council, Inc.⁽⁶⁰⁾で、法規の文言に曖昧さがなければ文言の明白な意味(plain meaning)で解すことが尊重されるべきであると述べていた⁽⁶¹⁾。文言が明白であり立法経過と異なる意味をもたなければ、文言が示す意味通りに解釈されるわけである⁽⁶²⁾。一方で、文言が曖昧であれば、立法経過を精

(54) Mix v. E.F. Hutton & Co., Inc., 720 F. Supp. 8, 11 (D.C. 1989).

(55) 15 U.S.C.A. §77b(a)(10).

(56) Ballay v. Legg Mason Wood Walker, Inc., 1988 WL 137464, *5 (E.D. Pa. 1988).

(57) Elysian Federal Savings Bank v. First Interregional Equity Corp., 713 F. Supp. 737, 750 (D.N.J. 1989).

(58) 446 U.S. 680 (1980).

(59) *Id.* at 695.

(60) 467 U.S. 837 (1984).

(61) *Id.* at 842-43.

(62) Aaron, 446 U.S. at 700.

査して明白な文言の意味を明らかにすることになる。

合衆国議会上下両院の委員会(上院は司法委員会、下院は州際および外国貿易委員会)に提出された証券法案の草稿には、詐欺により証券登録とは異なる内容を知らされて証券を購入した者に、救済を与える旨の記述があった。証券登録内容が事実とは異なる(false)ものであれば、証券を取得した者は新規発行者またはその他の譲渡人に対して、証券売買契約を取消して売買代金の返還を求める権利を有する。また、回復可能な金額は当該証券額を超えてはならないが、証券の新規発行者などから虚偽により生じた損害の賠償を受ける権利があると定めていた⁽⁶³⁾。しかし、上下両院の委員会から提出された法案には民事責任は規定されていなかった。その後、下院では法案H.R. 5480が提出され、そこに盛り込まれた証券法Section 12(a)項(2)号に類似した規定を審議することになった⁽⁶⁴⁾。上下両院の公聴会が終了した後、上院では銀行および通貨委員会が法案S.875を修正し、詐欺にかかる民事責任を認めることになった⁽⁶⁵⁾。その結果、当初の草稿が修正されて、事実とは異なるとする文言に、または誤解を招く(deceptive)が追加され、民事責任の対象が拡大している⁽⁶⁶⁾。

また、修正案では証券販売とその申込みでの詐欺により証券を得たいかなる者も保護されると変更され、保護対象の範囲が拡大した⁽⁶⁷⁾。その後、両院協議会(conference committee)が開かれ、上院と下院の修正案の相違を明確にした。上院の修正案は注意程度にかかわらず証券登録内容が不正確であれば証券発行者へ厳格に責任を負わせるものと解された。一方で下院の修正案は、被告に登録内容の正確さを適切な注意(reasonable care)の

(63) H.R. 4314 and S. 875, SEC. 9.

(64) 3 Ellenburger & Maher, LEGISLATIVE HISTORY: SECURITIES ACT of 1933, H.R. 4314 at Item 24, March 29, 1933.

(65) *Id.* at Item 29, March 29, 1933.

(66) *Id.*

(67) 2 Ellenburger & Maher, Legislative History: Securities Act of 1933, S. Rep. No. 47, 73d Cong., 1st Sess., Item 17, at 6.

履行で判断するものにとらえられた。

上院の修正案は責任を証券取引での虚偽表示を行う者に負わせ、下院では重要な事実に関する虚偽もしくは省略のみに限定した。したがって、上院の修正案は下院のそれよりも厳格であり、証券登録に関わる者すべてが責任を負うのに対して、下院のそれは証券登録の際に氏名を記された者に限定していた。この点につき、上院は下院修正案を受け入れたのである⁽⁶⁸⁾。このようにして、州際および国際的に取引される証券での詐欺を防止するため、証券の内容を完全かつ公平に開示することを規定する法律である証券法を制定したのである⁽⁶⁹⁾。

三 民事責任が規定された背景

1. 証券法制定以前の状況

証券法が制定される以前には、投資家は以下の3つの方法で証券詐欺から保護されていた。第1は投資家が個別に訴えを提起する方法であった。証券売買契約で購入条件として証券にかかる情報を知ることが必要であったにもかかわらず、売主がそれを行わなかったことを原因として売買契約の解除を求める訴えを提起することである。コモン・ローでは買主に購入商品の瑕疵を負担させる法理(caveat emptor)が存在した。このコモン・ローの法理は、売主と買主が販売対象の商品について等しく知り得る立場にある場合に適用されてきた⁽⁷⁰⁾。1919年時点では、売主が商品に潜在的瑕疵がないと買主に示さない限り、当該瑕疵を買主に報告する義務がないとされていた⁽⁷¹⁾。

本来、購入者に知らせる必要があった証券に関する情報を発行者が知らせていなかったにもかかわらず、証拠が不十分で購入者が敗訴すること

(68) H.R. CONF. REP. 73-152, *26 (1933).

(69) Preface, 15 U.S.C.A. §77a-77aa.

(70) Laylin K. James, *Securities Act of 1933*, 32 MICH. L. REV. 624, 650 (1934).

(71) William R. Anson, *PRINCIPLES OF THE LAW OF CONTRACT* 3d ed. 245 (1919).

があった⁽⁷²⁾。その場合、購入者は新たに詐欺の訴えを提起することになった。しかし、原告である購入者は、発行者の取締役などが証券発行にかかる誤解を与える記述を知り、またはこれを知るための相当な注意を払っていなかったことを立証する必要があり、この訴えも勝訴の可能性が乏しくほぼ効果のないものであった⁽⁷³⁾。

第2は、行政措置に依存することであった。証券規制のための州制定法であるブルー・スカイ・ロー(Blue Sky Law)⁽⁷⁴⁾は、証券発行者に証券登録前の証券発行を禁止、または証券登録は求めないが証券の流通を州の担当部に届け出ることを求めていた⁽⁷⁵⁾。例えば、最大の資本市場を有したニュー・ヨーク州では証券詐欺を禁止し、州域内での新規公開株式公募の際には特定の行政庁に登録することを義務づけていた⁽⁷⁶⁾。

第3は、証券を売買する以前の段階では保護がないが、売買後証券詐欺が発生すると証券購入者に私的訴権を与える方法である。

以上の3つの方法が存在したものの、1929年の第1次世界大戦後に発生した世界大恐慌の際の無軌道な証券販売者に対しては、投資家を保護することはできなかつたのである⁽⁷⁷⁾。

アメリカでは1919年から1929年にかけて10億株もの新規公開株が発行され、個人投資家は貯金の約55%を証券投資に回した⁽⁷⁸⁾。しかし、1929年10月の証券市場の崩壊により、株式販売業者が誠実な株取引を放棄したことを主たる理由として約半数の株式は無価値となった⁽⁷⁹⁾。

(72) 17 Civil Liabilities: Enforcement & Litig. §4:1 (update 2023).

(73) *Id.*

(74) ブルー・スカイという表記は、青空(ブルー・スカイ)に浮かぶ建設用地を売る詐欺から由来している。Louis Loss & Edward M. Cowett, BLUE SKY LAW 7 n.22 (1958).

(75) 17 Civil Liabilities: Enforcement & Litig. *supra* note 72, at §4:1.

(76) J. Sinclair Armstrong, *The Blue Sky Laws*, 44 VA. L. REV. 713, 718-19 (1958).

(77) United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837, 849(1975).

(78) Felix Frankfurter, *The Securities Act: II*, Fortune, Aug. 1933, at 54.

(79) H.R. Rep. No. 85, 73d Cong., 1st Sess. 2 (1933).

2. イギリス会社法とブルー・スカイ・ロー

証券法は、1929年のイギリス会社法(English Companies Act)の影響を受けていたと考えられていた⁽⁸⁰⁾。しかしこれには強い異論がある。イギリス会社法には投資家保護の規定がないからである⁽⁸¹⁾。イギリス会社法は会社の登録が目的であり、その対象が社名や住所であった⁽⁸²⁾。また、公募される証券のみが登録対象であり、かつその違反には刑事罰が科された⁽⁸³⁾。アメリカで証券法が制定されたのは1933年であるため、1929年のイギリス会社法の分析に基づいたといわれている⁽⁸⁴⁾。しかし、後述するように、実際にはアメリカの証券法はイギリス会社法から証券登録のみを参考としたのである。

一方で、連邦法である証券法に先立って、州内で州行政による証券規制を行うための制定法である、いわゆるブルー・スカイ・ロー⁽⁸⁵⁾が各州で成立した。20世紀初頭には、鉄道建設や重工業を目的とする工場建設の増加があり、会社は株式を発行して資本を増加させるエクイティ・ファイナンスによる資金調達が加速した時期であった⁽⁸⁶⁾。経済的に豊かになった中産階級が、新聞や個別の郵便による株式売買の広告により、発行された株式を取得するようになり、株式投機が行なわれるようになったのである⁽⁸⁷⁾。株式投機の活発化は詐欺的な販売促進を引き起こすようになり、社

(80) James, *supra* note 70, at 655.

(81) Michael D. Guttentag, *Protection from What? Investor Protection and the Jobs Act*, 13 U.C. DAVIS BUS. L. J. 207, 219-20 (2013).

(82) Huston Thompson, *Regulation of the Sale of Securities in Interstate Commerce: Solution of Problem of Protecting Investors Must be Effected by System of Publicity Giving Full Information as to Securities to Be Sold and Then Leaving Responsibility of Purchase to Him - Difficulties Confronting Federal Incorporation or Licensing Plan.*, 9 A.B.A. J. 157, 158 (1923).

(83) *Id.*

(84) Landis, *supra* note 42, at 30-31.

(85) *See, e.g., In re McCormick's Estate*, 1 N.E.2d 769, 772 (Ill. 1936).

(86) Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 TEX. L. REV. 347, 352-53 (1991).

(87) *Id.* at 353.

会的関心をひく事態となったのである⁽⁸⁸⁾。

ブルー・スカイ・ローは、まず第1段階として、カンザス州を端緒に⁽⁸⁹⁾1911年から1913年にかけて制定された⁽⁹⁰⁾。各州に共通する最も重要な特長は、証券販売の免許に基準を定めることであった⁽⁹¹⁾。第2段階は1915年の各州での法改正である。州の間には法改正での規定上の共通性はなかった⁽⁹²⁾。各州のブルー・スカイ・ローが合衆国憲法に定める通商条項⁽⁹³⁾に反するという主張が唯一共通であった⁽⁹⁴⁾。いずれの州の改正規定には民事責任の規定がなく、証券発行者に対して新規に証券を発行し流通する際には、州の担当部局に届け出を求めていた⁽⁹⁵⁾。証券発行の届出制は、早くも1909年に見られた。ニュー・ヨーク州で証券投機の影響を検討する委員会が、証券発行会社の財務状況を登録して公開に付すよう知事に答申していたのであった⁽⁹⁶⁾。

初めて民事責任の規定が見られたのは1929年のオハイオ州証券法であった。本法は、証券販売での詐欺につき販売者に民事責任を負わせたのである⁽⁹⁷⁾。重要な事実に関する不実表示がある場合にのみ民事責任が発生するため⁽⁹⁸⁾、適用対象が限定されていたのである。しかし、本規定を根拠

(88) *Id.* at 355.

(89) *Laws 1911, Chapter 133.*

(90) この期間に制定した州は、アリゾナ、アーカンソー、カリフォルニア、フロリダ、ジョージア、アイダホ、アイオワ、カンザス、メイン、ミシガン、ミズーリ、モンタナ、ネブラスカ、ノースカロライナ、ノースダコタ、オハイオ、オレゴン、サウスカロライナ、サウスダコタ、テネシー、バーモント、ウェストバージニア、そしてウィスコンシンの各州であった。See, Lee J. Perrin, *The Blue Sky Laws*, 10 *BENCH & B.* n.s. 483, 483-84 (1916).

(91) *Id.* at 485.

(92) *Id.* at 493.

(93) U.S.C.A. CONST. ART. I §8, cl. 3

(94) Perrin, *supra* note 90, at 495.

(95) 17 *Civil Liabilities: Enforcement & Litig.* §4:1.

(96) Thompson, *supra* note 82, at 158.

(97) 113 *Ohio Laws* 242 (1929). なお、後年に証券売買契約を無効とする規定を付加していた。117 *Ohio Laws* H.794 (1938).

(98) *OHIO REV. CODE* §§1707.41.

に訴えが提起されることはなかった⁽⁹⁹⁾。

その後、各州のブルー・スカイ・ローは統一化される方向となった。1929年には統一州法委員会全国会議(National Conference of Commissioners on Uniform State Laws ; NCCUSL)が、証券販売統一法案(Uniform Sale of Securities Act)を提出した。これは7州のみで採択されたが、1956年の改正法案では重要な事項について誤解を招く証券販売で販売者に民事責任を負わせる規定が設けられ⁽¹⁰⁰⁾、37州で採択されている⁽¹⁰¹⁾。この改正のために改正法案起草委員会が立ち上げられ、法案にかかる調査と起草が行われた。その後、改正法案起草小委員会が最終案を承認し、各々の州から選任された委員が議決したのである⁽¹⁰²⁾。ただし、民事責任の条項が設けられた目的は不明であった。

3. ルーズベルト大統領の教書

ルーズベルト大統領(President, Franklin Delano Roosevelt)は、1933年3月29日に合衆国議会に州際、つまり州間で行われる証券投資の連邦による監視を目的とする法律の制定を求める教書を送った⁽¹⁰³⁾。ここには以下のことが記載されていた。多くの州に証券法では非倫理的かつ非誠実な証券販売の防止ができず、また連邦政府が新規に発行された証券の価値を維持することはできないこと。その対応として、新しく発行される証券が各州間で販売されるには証券の内容が公開される必要があること。この制度の存在によって購入商品の瑕疵について売主が買主に対して真実を伝える負担をかける効果を生むはずであること。証券法の目的は投資家を保護することであり、その違反を監視するための立法により銀行その他の会社に非

(99) Robert L. Matia, *Express and Implied Civil Liability Provisions in State Blue Sky Laws*, 17 W. RES. L. REV. 1173, 1180 (1966).

(100) Uniform Securities Act of 1956 §410.

(101) 12A Blue Sky Law §9:4 (update 2023).

(102) *Id.*

(103) H.R. Rep. No. 85, 73d Cong., 1st Sess. 1 (1933).

倫理的かつ危険な営業行為を止め、他者のために行為する受託者(trustee)にさせることである⁽¹⁰⁴⁾。

この教書では証券発行者の非倫理的営業行為の是正を証券発行者の監視、つまり証券登録という方法で行う旨が述べられている。しかし、民事責任は言及されていない。投資家の保護、証券上の瑕疵の負担を買主から売主に置換すること、そして受託者という文言からSECの行政規制のみでこれらの目的を達成できると考えていたのかは不明である。ルーズベルト大統領の教書の背景には証券法違反者に民事責任を負わせる意図があったため、合衆国議会がそれを汲んで証券法に民事責任を規定したとも考えられるのである。

4. ブランダイスとトンプソンの証券規制への観念

1932年の大統領選挙戦の際にルーズベルトが政策の根拠として引き合いに出したのが、ブランダイス(Louis Dembitz Brandeis)の1914年出版の著書「他者の金(Other People's Money)」であった。そして、この著書は連邦の証券規制の中心をなす証券登録による証券情報の開示を推進する根拠になったのである⁽¹⁰⁵⁾。ブランダイスは、証券情報を登録により公開することは社会ならびに産業の不健全さからの救済となり、そこに陽を当てるのが政治家による消毒になると述べた⁽¹⁰⁶⁾。彼はイギリスが会社法により類似する証券情報の開示方法によって証券販売者の悪質な計略から投資家を保護したとらえたのである⁽¹⁰⁷⁾。彼が言うには、最も重要なことは証券

(104) J. Ellenberger & E. Mahar, LEGISLATIVE HISTORY OF SECURITIES ACT OF 1933 AND SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, at item 3 (1973); Message from the President—Regulation of security issues, presented to the Senate, March 29, 1933, 77 CONG. REC. 937 (1933).

(105) Guttentag, *supra* note 81, at 219.

(106) Louis D. Brandeis, OTHER PEOPLE'S MONEY AND HOW THE BANKERS USE IT, 92 (1914).

(107) *Id.* at 95.

の実際の価値であり、投資家に手数料額や想定される利益を知らせることであった⁽¹⁰⁸⁾。

ブランダイスの証券規制の考えを受け継いだのが、1919年から1926年まで連邦取引委員会(Federal Trade Commission)委員長であったトンプソン(Huston Thompson)である。トンプソンは1923年に投資家保護に関する論文を発表した。この中で投資家保護が証券情報の公開により行われるべきであると主張したのである⁽¹⁰⁹⁾。さらに彼は、ブランダイスが個人投資家の保護には証券情報の公開が必要になると述べたことに言及した⁽¹¹⁰⁾。しかし、トンプソンは投資家の保護の方法が具体的に何なのか、またいかなる損害から投資家を保護するのかについて示すことはなかった。

トンプソンの考えは、ルーズベルトの大統領選挙戦に伴って多大な影響をもつものとなった。1932年の民主党大会で、証券投資を行う公衆の保護のためには証券情報の開示を基盤とした連邦法上の規制構造をもつべきであると主張している⁽¹¹¹⁾。ルーズベルトはトンプソンに連邦証券法案の作成を依頼し⁽¹¹²⁾、1933年3月29日に大統領の教書とともにトンプソンが作成した法案が合衆国議会上下両院に提出されたのである⁽¹¹³⁾。トンプソンの目的は証券情報の開示を中心とした行政規制による投資家保護のみであ

(108) *Id.* at 103.

(109) Thompson, *supra* note 82, at 157.

(110) *Id.* at 158-59. しかし、ブランダイスは投資家保護なる文言を前述の著書の中で使用していない。See, Brandeis, *supra* note 106, at 101-04. この意味でトンプソンはブランダイスの記述を誤解したものと見える。

(111) Joel Seligman, THE TRANSFORMATION OF WALL STREET: A HISTORY OF SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION AND MODERN CORPORATE FINANCE, 52 (1982).

(112) *Id.* アメリカ合衆国憲法第1章第1節に「憲法によって与えられるいっさいの立法権は、合衆国議会に属する」とされているため、法案提出権を持っているのは上下両院の議員だけである。U.S.C.A. Const. Art. I §1. ただし、大統領はアメリカ合衆国憲法第2章第3節で、「随時連邦の状況について連邦議会に情報を提供し、また、自ら必要かつ良策と考える施策について、議会にこれを審議するよう勧告する」権限が与えられている。U.S.C.A. Const. Art. II §3. この規定により、大統領は教書を議会に送付する。

(113) Seligman, *supra* note 111, at 53.

り、民事責任を伴った投資家保護の視点はなかった。

その後、連邦取引委員会に証券販売を無効にする権限を与えるトンプソンによる法案は破棄されるが、投資家保護の視点を証券法に含む方向性は維持された⁽¹¹⁴⁾。合衆国議会上下両院は、イギリス会社法を参考に証券法案を作成することになる⁽¹¹⁵⁾。しかしイギリス会社法とは異なり、アメリカの証券法案には投資家保護の文言が多く規定されていたのである⁽¹¹⁶⁾。

トンプソンの考える投資家保護では、連邦法である証券法の実現は、ブルー・スカイ・ローを執行する州行政官との協働を前提としていた⁽¹¹⁷⁾。証券法に先立って成立したオハイオ州ブルー・スカイ・ローには民事責任が規定されていた。そのため合衆国上下両院がトンプソンの考えである州との協働を媒介に、オハイオ州制定法での民事責任を考慮したことも考えられる。ルーズベルト大統領の教書に含まれたコモン・ローの法理を制定法で変更する意図を汲んだ合衆国議会が、投資家保護を担保する制度としてコモン・ローとは異なる民事責任を規定した可能性はあながち否定できないのである。

5. フランクファーターが抱いた民事責任への期待

証券法立案者の一人であった当時ハーバード・ロー・スクールの教授であったフランクファーター(Felix Frankfurter)は、まず証券取引での詐欺を防止するために行政の関与が必須であることを説いた。「証券法を故意に違反することは刑事罰の対象となるはずであるが、アメリカの立法経過ではビジネス上の公的責任で刑事罰は非常に限定された役割しかない。本来に必要なのは新しい商習慣とビジネスのための道徳的な風潮を立ち上げることである。行政によりこれらの目的を最も推進するためには、賢明か

(114) Guttentag, *supra* note 81, at 221-22.

(115) Seligman, *supra* note 111, at 56-60.

(116) Guttentag, *supra* note 81, at 212.

(117) Thompson, *supra* note 82, at 183.

つ精力的に継続的な行政の監督が必要である」⁽¹¹⁸⁾と述べたのである。続いて、「投資にかかる違反行為への責任を示す規範に厳格な民事責任による制裁が規定されなければ、(証券)法は単に偽善的に問題を解決するに過ぎない」⁽¹¹⁹⁾と証券法の拘束力を担保するために民事責任の規定が不可欠であることを付言している。

証券法制定以前、詐欺を禁止した連邦制定法には、郵便または類似する輸送を手段とした詐欺を禁止する法律⁽¹²⁰⁾、そして電話やラジオならびにテレビを手段とした詐欺を禁止する法律⁽¹²¹⁾があった。これらの法律は証券法の成立後も廃止されず、証券法違反の手段として適用されるものであったが⁽¹²²⁾、私的訴権の規定が設けられていなかった。さらに連邦裁判所でも私的訴権の存在を推定する判断も下されていなかったのである⁽¹²³⁾。

おわりに

証券クラス・アクションの正当性を民事責任に求めると、1933年に成立した連邦法である証券法の民事責任規定に行き着くことができる。民事責任の規定が存在することでクラス・アクションが提起され、現在でも証券クラス・アクションは廃れることなく用いられている。証券登録および証券流通における詐欺を中心として民事責任が定められ、私的訴権が与えられているのである。本稿では、証券法のうち民事責任を規定する条文に焦点を当ててその解釈とともに民事責任が規定された背景を探ってきた。証券登録により投資家を保護するためには、行政規制のみで履行できるは

(118) Frankfurter, *supra* note 78, at 108.

(119) *Id.*

(120) 18 U.S.C.A. §1341.

(121) 18 U.S.C.A. §1343.

(122) *Edwards v. U.S.*, 312 U.S. 473, 484 (1941).

(123) *See, e.g., Official Publications, Inc. v. Kable News Co.*, 884 F.2d 664, 667 (2d Cir. 1989)では、私的訴権が制定法上定められていないことを理由に、また*Lee v. McClellan*, 1997 WL 882907, *5 (W.D. N.C. 1997)では私人が提訴するための訴訟原因がないとの理由から、民事訴訟の提起を認めていない。

ずである。

コモン・ローから独立した証券法特有の民事責任が規定された理由は、証券法の立法経過から明らかになった同法の投資家保護の目的である。ただし、証券法成立前までは、大恐慌後にイギリス会社法を参考にして証券法が成立したが、民事責任が明確に主張された形跡はない。フランクファーターが証券法を実行するために行政規制と民事責任の両面による担保が必要であると述べていたことのみが民事責任の根拠となっている。しかし、証券法制定の背景には、ブランダイスやトンプソンによる投資家保護の主張があった。それがルーズベルト大統領の政策となり、投資家保護政策のための法案が作成されることになったのである。証券法制定以前、20世紀初頭から認識されつつあった投資家保護が大恐慌により強まり、フランクファーターが示した民事責任の併用がルーズベルトの政策を促進するものとして合衆国議会が汲みとり、そして証券法が結実したのである。

(本学法学部教授)